Université de Montréal

La rémunération des hauts dirigeants en droit des sociétés par actions — *Le rôle et les limites du droit*

par

Frédéric Grotino

Faculté de droit, Université de Montréal

Thèse présentée à la Faculté des études supérieures
en vue de l'obtention du grade de doctorat en droit (LL. D.)

Mars 2018

© Frédéric Grotino, 2018

Résumé

La société par actions, son fonctionnement, sa structure de gouvernance et les rapports qui y prennent forme procèdent de présupposés issus de l'orthodoxie économique. En particulier, la séparation des fonctions de propriété et de décision est à l'origine de conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires. Par défaut, la nature intrinsèquement conflictuelle des relations requiert une série de mécanismes de gouvernance afin de discipliner les dirigeants et les contraindre à agir dans l'intérêt des actionnaires. Sous cet angle, le régime de rémunération des dirigeants est le paramètre privilégié pour l'évaluation de l'efficacité de la structure de gouvernance puisqu'il en mobilise l'ensemble des mécanismes. Conséquemment, la rémunération est l'aboutissement d'un jeu d'interactions complexes entre différents mécanismes complémentaires et non exclusifs.

L'objectif de cette thèse est de procéder à une évaluation critique des prédicats explicatifs et normatifs de la théorie économique en matière de pratiques et de politiques de rémunération des dirigeants. Ce faisant, la problématique de la rémunération concrétise des préoccupations relatives à la finalité de l'entité juridique, à l'incitation, à la régulation de l'agir ainsi qu'à la performance contractuelle au sein de l'organisation. Cependant, la conception économique de la gouvernance s'accommode mal de l'altérité qui anime parfois la société par actions et les relations contractuelles qui s'y nouent. Pour cette raison, des ajustements permettent de rapprocher les différents instruments de gouvernance à une réalité observée où d'autres hypothèses comportementales et d'autres contraintes normatives permettent un meilleur encadrement de l'agir et du pouvoir du dirigeant. De la sorte, notre approche envisage la rémunération des hauts dirigeants en droit des sociétés par actions comme un procédé de coopération à la croisée du contrat, du droit et de l'éthique.

Mots-clés : Aléa moral – Devoirs des administrateurs – Droit des sociétés par actions – Éthique appliquée – Éthique de la coopération – Gouvernance d'entreprise – Normes de conduite – Normes sociales – Participation actionnariale – Pratiques exemplaires – Régime de rémunération – Théories de l'entreprise.

Abstract

The corporation, its functioning, its governance structure and the relationships that take shape in it are based on premises rooted in economic orthodoxy. In particular, the separation of ownership and decision-making functions creates conflicts of interest between management and shareholders. By default, the inherently conflictual nature of relationships requires a series of governance mechanisms to discipline executives and constrain them to act in the interests of shareholders. From this perspective, the executive compensation system is the preferred benchmark for assessing the effectiveness of the governance structure since it mobilizes all of its mechanisms. Consequently, compensation is the result of a complex set of interactions between different complementary and non-exclusive mechanisms.

The objective of this thesis is to critically evaluate the explanatory and normative propositions of economic theory in executive compensation practices and policies. In so doing, the issue of compensation gives concrete expression to concerns relating to the purpose of the corporate entity, the incentive, the regulation of action and contractual performance within the organization. However, the economic conception of governance is not well adapted to the otherness that sometimes animates the joint-stock company and the contractual relations that are established there. For this reason, adjustments make it possible to bring the various instruments of governance closer to an observed reality where other behavioural assumptions and other normative constraints allow a better framework for the leader's action and power. In this way, our approach views executive compensation in corporate law as a cooperative process at the crossroads of contract, law and ethics.

Keywords : Applied Ethics – Best Practices – Corporate Law – Directors' Fiduciary Duties – Ethics of Cooperation – Executive Compensation – Corporate Governance – Moral Hazard – Norms of Exemplary Behaviour – Shareholders Engagement – Social Norms – Theories of the Firm.

TABLE DES MATIÈRES

Résumé *i*
Abstract *ii*
Liste des tableaux *ix*
Liste des figures *x*
Liste des sigles *xi*
Liste des abréviations *xii*
Remerciements *xiv*

INTRODUCTION GÉNÉRALE **1**

1. — Les prolégomènes introductifs *1*
2. — Les vicissitudes de la rémunération *6*
3. — L'enjeu de la rémunération *9*
4. — La problématisation *11*

PARTIE 1. — LE CADRE NORMATIF DE LA GOUVERNANCE DE LA SOCIÉTÉ PAR ACTIONS **18**

CHAPITRE 1. — LES THÉORIES ET LES REPRÉSENTATIONS DE L'ENTREPRISE **19**

INTRODUCTION 19

SECTION 1. — LES THÉORIES DE L'ENTREPRISE 20

Sous-section 1. — L'orthodoxie économique : l'approche contractuelle de la firme 21

Paragraphe 1. — La théorie des coûts de transaction 21

Paragraphe 2. — La théorie des droits de propriété et des contrats incomplets 24

Paragraphe 3. — La théorie de l'agence 28

Sous-section 2. — Les représentations alternatives de la firme 33

Paragraphe 1. — La représentation institutionnelle 33

Paragraphe 2. — La représentation partenariale 36

Paragraphe 3. — La représentation cognitive 42

SECTION 2. — LA GOUVERNANCE DE L'ENTREPRISE 45

Sous-section 1. — La création de valeur actionnariale 45

Paragraphe 1. — Les jalons économiques de la gouvernance actionnariale 45

Paragraphe 2. — Les jalons juridiques de la gouvernance actionnariale 51
Sous-section 2. — La relation d'agence 57
Paragraphe 1. — La situation d'aléa moral 57
Paragraphe 2. — L'encadrement de l'aléa moral 61
CONCLUSION 64
CHAPITRE 2. — LA RELATION FIDUCIAIRE DANS L'ENTREPRISE 66
INTRODUCTION 66
SECTION 1. — LE PRINCIPE FIDUCIAIRE EN DROIT DES SOCIÉTÉS 69
Sous-section 1. — L'identification de la relation fiduciaire 69
Paragraphe 1. — L'approche traditionnelle : l'analyse catégorielle 70
Paragraphe 2. — L'approche renouvelée : l'analyse multicritère 76
Sous-section 2. — Le contexte du principe fiduciaire 82
Paragraphe 1. — Le contexte fiduciaire et la direction de la société 82
Paragraphe 2. — Le contexte fiduciaire et les actionnaires de la société 86
Sous-section 3. — La conception économique du devoir fiduciaire 94
Paragraphe 1. — Un devoir exclusif et rival 94
Paragraphe 2. — Un devoir contractuel implicite 98
SECTION 2. — LES CONFLITS FIDUCIAIRES DANS L'ENTREPRISE 102
Sous-section 1. — Les conflits d'appropriation de richesses 103
Paragraphe 1. — Un conflit vertical 103
Paragraphe 2. — Un conflit de loyauté 107
Sous-section 2. — Les conflits d'allocation de richesses 113
Paragraphe 1. — Un conflit horizontal 113
Paragraphe 2. — Un conflit de prudence 116
Sous-section 3. — La règle de l'appréciation commerciale 125
CONCLUSION 130
CHAPITRE 3. — L'ÉTHIQUE DE LA COOPÉRATION 132
INTRODUCTION 132

SECTION 1. — L'ÉTHIQUE APPLIQUÉE 134
Sous-section 1. — Une éthique fonctionnelle 135
Paragraphe 1. — La fonction instrumentale 135
Paragraphe 2. — La fonction corrective 141
Sous-section 2. — Une éthique normative 145
Paragraphe 1. — La maximisation de la valeur 145
Paragraphe 2. — La rationalité limitée 150
SECTION 2. — L'ÉTHIQUE APPLIQUÉE AU CONTRAT 155
Sous-section 1. — Le mécanisme extra-légal de coopération 156
Paragraphe 1. — Le rôle du droit et du contrat 156
Paragraphe 2. — La normativité sociale 161
Sous-section 2. — Le mécanisme légal de coopération 166
Paragraphe 1. — La formulation d'une norme générale de coopération 167
Paragraphe 2. — La contractualisation de la norme de coopération 171
CONCLUSION 176

PARTIE 2. — LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS COMME ENJEU DE POUVOIRS 178

CHAPITRE 4. — LA STRUCTURE DE LA RÉMUNÉRATION 179

INTRODUCTION 179
SECTION 1. — LE CONTRAT DE RÉMUNÉRATION DU DIRIGEANT 182
Sous-section 1. — Les modalités de la rémunération 182
Paragraphe 1. — Les composantes de la rémunération 182
Paragraphe 2. — Les pratiques et les dérives en matière de rémunération 191
Sous-section 2. — Les déterminants de la rémunération 200
Paragraphe 1. — Le contrat optimal de rémunération 201
Paragraphe 2. — Le pouvoir du dirigeant 205
SECTION 2. — LES FINALITÉS DE LA RÉMUNÉRATION DU DIRIGEANT 211
Sous-section 1. — La finalité psychologique 211

Paragraphe 1. — La dynamique managériale entre agence et intendance 212
Paragraphe 2. — Les aspects psychologiques du contrat de rémunération 217
Sous-section 2. — La finalité sociétale à long terme 222
Paragraphe 1. — Les implications du contrat psychologique 223
Paragraphe 2. — La performance non financière 229
CONCLUSION 236
CHAPITRE 5. — LE CONTRÔLE DE LA RÉMUNÉRATION 238
INTRODUCTION 238
SECTION 1. — LE CONTRÔLE DE LA RÉMUNÉRATION PAR LES ADMINISTRATEURS 240
Sous-section 1. — La dimension disciplinaire et réglementaire du contrôle 240
Paragraphe 1. — La fonction de surveillance du conseil d'administration 240
Paragraphe 2. — Les prérequis à un contrôle effectif 246
Sous-section 2. — La dimension cognitive et stratégique du contrôle 255
Paragraphe 1. — La fonction managériale du conseil d'administration 255
Paragraphe 2. — L'efficacité du comité de rémunération 263
SECTION 2. — LE CONTRÔLE JUDICIAIRE DE LA RÉMUNÉRATION 273
Sous-section 1. — L'enjeu de la gouvernance judiciaire 273
Paragraphe 1. — La préservation de l'objectif de maximisation de la valeur 274
Paragraphe 2. — L'activisme judiciaire et les normes de conduites exemplaires 280
Sous-section 2. — Les recours contre la rémunération abusive 287
Paragraphe 1. — L'action oblique 287
Paragraphe 2. — Le recours en cas d'iniquité 294
Paragraphe 3. — Le recours en contravention de l'article 120 LCSA 305
CONCLUSION 309
CHAPITRE 6. — LE POUVOIR DÉCISIONNEL DES ACTIONNAIRES 311
INTRODUCTION 311
SECTION 1. — L'ALLOCATION DU POUVOIR DANS LA SOCIÉTÉ 313
Sous-section 1. — Le pouvoir comme prérogative de l'actionnaire 313

Paragraphe 1. — Le pouvoir résiduel de l'actionnaire 314
Paragraphe 2. — L'équilibre du pouvoir entre actionnaires et dirigeants 328
Sous-section 2. — Le pouvoir comme prérogative finalisée 342
Paragraphe 1. — L'exercice du pouvoir dans une logique de contrôle 342
Paragraphe 2. — L'exercice du pouvoir dans une logique d'accompagnement 357
SECTION 2. — LE DROIT DE VOTE COMME INSTRUMENT DE CONTRÔLE DE LA DIRECTION 367
Sous-section 1. — Les mécanismes informels du vote 367
Paragraphe 1. — Les recommandations des agences de conseil en vote 367
Paragraphe 2. — La transparence et la divulgation de l'information 375
Paragraphe 3. — L'engagement actionnarial 387
Sous-section 2. — Les mécanismes formels du vote 393
Paragraphe 1. — Les modalités du vote 393
Paragraphe 2. — Le mécanisme de la sollicitation des procurations 401
Paragraphe 3. — Le vote sur la rémunération 409
CONCLUSION 420

CONCLUSION GÉNÉRALE 422

Bibliographie i
1. — Législation i
1.1. — Lois et codes i
1.2. — Commissions de valeurs mobilières i
1.3. — Documents non parlementaires ii
1.4. — Projets de loi ii
1.5. — Règlements fédéraux ii
2. — Jurisprudence ii
2.1. — Jurisprudence américaine ii
2.2. — Jurisprudence anglaise iii
2.3. — Jurisprudence canadienne iv
2.4. — Autres juridictions de la common law vii
2.5. — Jurisprudence française viii
3. — Doctrine viii
3.1. — Allocutions et textes présentés durant des conférences viii
3.2. — Symposium viii

3.3. — Documents de travail *viii*
3.4. — Monographies *ix*
3.5. — Notes *xvii*
3.6. — Articles dans les ouvrages collectifs *xvii*
3.7. — Articles dans les périodiques *xxiv*
3.8. — Thèses *lxxiii*
4. — Sources électroniques *lxxiii*
4.1. — Bases de données en ligne *lxxiii*
4.2. — Rapports et études *lxxv*
4.3. — Journaux web (blogues) *lxxvi*
5. — Autres sources *lxxvii*
5.1. — Journaux, fils de presse et autres sources de nouvelles *lxxvii*

Liste des tableaux

Tableau 1. — Tableau sommaire de la rémunération 384

Liste des figures

Figure 1. — Représentation de la coordination économique par le marché et par la firme 22

Figure 2. — Représentation de la firme comme « nœuds de contrats » 30

Figure 3. — Relations entre la firme et ses parties prenantes 38

Figure 4. — Représentation partenariale de la firme 41

Figure 5. — Variation de la rémunération des P.-D.G. des sociétés du TSX 60 (période 1998-2016) 184

Figure 6. — Répartition des composantes du régime de rémunération des P.-D.G. des sociétés du TSX 60 (période 1998-2016) 185

Figure 7. — Écart entre la rémunération médiane des P.-D.G. et le salaire moyen des travailleurs du secteur privé (période 1998-2016) 380

Figure 8. — Niveau de soutien des actionnaires aux propositions de vote sur la rémunération des sociétés composant l'indice S&P/TSX 60 (période 2012-2016) 417

Figure 9. — Résultats aux élections des membres du comité de rémunération l'année suivant le vote consultatif sur la rémunération aux États-Unis (période 2013-2015) 419

Liste des sigles

ACVM	Autorités canadiennes en valeurs mobilières
AMF	Autorité des marchés financiers
CalPERS	California Public Employees Retirement Scheme
CCGG	Coalition canadienne pour une bonne gouvernance
IGOPP	Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques
ISS	Institutional Shareholder Services
LCSA	*Loi canadienne sur les sociétés par actions*
LSA	*Loi sur les sociétés par actions*
LVM	*Loi sur les valeurs mobilières*
MBOs	Management By Objectives
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
OBCA	*Ontario Business Corporations Act*
SERPs	Senior Executive Retirement Plans
S&P	Standard & Poor
TSX	Toronto Stock Exchange
TSX 60	Les soixante valeurs les plus importantes de la bourse de Toronto

Liste des abréviations

art(s)	article(s)
c.-à-d.	c'est-à-dire
CcQ	*Code civil du Québec*
coll	collection
conf par	confirmé(e) par
éd	édition
et al	et autres
etc.	et cætera
ex.	exemple
et s	et suivant(e)(s)
infra	ci-dessous (plus bas)
n / nn	numéro ou numéros
p / pp	page ou pages
para	paragraphe
P.-D.G.	Président-Directeur Général
supra	ci-dessus (plus haut)
vol	volume
10 %	10 pour cent
2 M$	2 millions de dollars

« [L]e rêve est l'expression même de cette existence nocturne qui alterne en tout homme normal avec cette existence diurne dont il ambitionne de devenir le maître responsable ».

Paul Ricœur[1].

À mes parents et à ma famille

À mes amis

À tous Les Amoureux de Chagall.

[1] Paul Ricœur, *Philosophie de la volonté. Le volontaire et l'involontaire*, Tome 1, Paris, Aubier, 1949 à la p 358.

Remerciements

Je tiens, tout d'abord, à exprimer ma profonde gratitude et à adresser mes plus sincères remerciements à mon directeur de thèse, le professeur Stéphane Rousseau. Je lui suis particulièrement reconnaissant de la bienveillance, de la disponibilité et de la justesse dont il a fait preuve à mon égard et qui ont indéniablement contribué à me faire franchir chaque étape de mon travail de recherche et de rédaction.

Mes remerciements sont ensuite adressés aux institutions et aux organismes qui m'ont aidé. D'abord, merci à la Faculté de droit de l'Université de Montréal et à Michel Morin, alors vice-doyen aux études supérieures, qui m'ont octroyé en 2008 une bourse d'admission au programme de doctorat. Ensuite, merci au Centre de recherche en éthique (CRÉ) et au Centre de recherche en droit public (CRDP) de l'Université de Montréal pour leur soutien financier au travers de leurs bourses d'études supérieures pour les années 2011 et 2012. Enfin, un grand merci à l'Autorité des marchés financiers et au Fonds pour l'éducation et la saine gouvernance (FESG) pour l'octroi d'une bourse d'excellence au doctorat. Une pensée toute particulière pour M. Gilles Leclerc, surintendant des marchés de valeurs, et Mme Josée Deslauriers, directrice principale de l'information continue, qui m'ont accueilli dans leur service à l'Autorité durant l'été 2015. Pour finir, ce travail de recherche n'aurait pu être mené à bien sans le concours de la Chaire de recherche en gouvernance et en droit des affaires et du Centre de droit des affaires et du commerce international (CDACI) de la Faculté de droit de l'Université de Montréal.

À l'issue de ce parcours, je tiens à remercier celles et ceux qui ont, directement ou indirectement, apporté leurs contributions et accompagné la réalisation de mon projet. Merci à vous qui avez compté, vous vous reconnaîtrez. Et merci à toi, Karl, pour ton indéfectible soutien.

INTRODUCTION GÉNÉRALE

1. — Les prolégomènes introductifs

Personnage légendaire de la mythologie grecque, Procuste est un brigand, fils de Poséidon et frère de Thésée[2]. Dans sa *Bibliographie historique*, Diodore de Sicile évoque le mythe qui entoure ce personnage : « Procuste contraignait les voyageurs à se jeter sur un lit ; il leur coupait les membres trop grands dépassant du lit ; il étirait les pieds de ceux qui étaient trop petits. C'est pour cette raison qu'on l'appelait Procuste »[3]. En effet, en grec ancien, Procuste (« προκρούω ») signifie « étendre ou allonger sous le marteau » ou encore celui « qui tiraille »[4]. La légende nous raconte plus précisément que Procuste, qui vivait près d'Éleusis dans l'Attique, tenait une auberge où il accueillait à la nuit tombée les voyageurs. Après leur avoir offert un copieux repas, il les conviait à dormir dans une pièce où étaient disposés deux lits de fer, un de petite taille et un autre de grande taille[5]. Procuste couchait ainsi les voyageurs de grande taille dans le petit lit et inversement, pour ensuite couper leurs jambes ou les écarteler pour les adapter à la longueur du lit[6]. Ultimement, Procuste fut tué par Thésée qui, sur la route qui le ramenait à Athènes, lui infligea le même supplice qu'il imposait à ses voyageurs et lui coupa la tête[7].

Le mythe de Procuste a donné naissance à plusieurs expressions, parmi lesquelles le lit

---

[2] Xenophon, *Memorabilia. Oeconomicus. Symposium. Apology*, vol 4, traduit par E. C. Marchant et O. J. Todd, Cambridge, Harvard University Press, 1923 à la p 667 ; Procrustes. (s. d.) Dans *Britannica Academic, Encyclopædia Britannica*. Repéré à http://academic.eb.com.proxy3.library.mcgill.ca/levels/collegiate/article/Procrustes/61475.

[3] Diodore de Sicile, *Bilbiothèque historique*, tome 1, traduit par Ferdinand Hoefer, Paris, Charpentier, 1846, en ligne : <http://gallica.bnf.fr/ark:/12148/bpt6k54537384>, à la p 324.

[4] Anatole Bailly, *Dictionnaire Grec-Français*, Paris, Hachette, 1935 à la p 1643.

[5] Appollodore, *La Bibliothèque*, traduit par Jean-Claude Carrière et Bertrand Massonie, Besançon, Presses Universitaires de Franche-Comté, 1991 à la p 256 : selon des sources plus anciennes les éléments du mythe varient. Ainsi, on ne retrouve pas toujours la trace des deux lits ou d'un marteau et certaines œuvres relatent également un seul lit magique.

[6] Nicholas Nassim Taleb, *Le Lit de Procuste. Aphorismes philosophiques et pratiques*, Paris, Les Belles Lettres, 2011 à la p 9.

[77] Edith Hamilton, *La mythologie : ses dieux, ses héros, ses légendes*, traduit par Abeth de Beughem, Alleur, Marabout, 2013 aux pp 416-417 ; Edith Hamilton, *Mythology: Timeless Tales of Gods and Heroes*, New York, Litte, Brown and Company, 1998 aux pp 210–211.

de Procuste et le syndrome de Procuste. Dans l'imaginaire moderne, ce personnage mythologique a avant tout une portée symbolique qui est associée à toute démarche qui s'inscrit dans le conformisme ou l'uniformisation de la pensée et des comportements des individus. En ce sens, le lit de Procuste incarne un symbole d'altérité ou de norme puisque chacune de ses victimes devait se conformer aux dimensions du lit sur lequel elle était couchée[8]. Il consiste ainsi en un critère arbitraire qui permet de juger de la conformité d'une situation ou d'une règle ; ce qui n'y satisfait pas est soit écarté, ignoré ou rendu conforme[9]. De la même manière, *le syndrome de Procuste* correspond à toute approche qui consiste à imposer une représentation simpliste d'un phénomène ou d'une réalité, écartant ainsi tout ce qui serait difficile à saisir. Autrement dit, toute démarche scientifique ou théorique est atteinte d'un tel syndrome lorsqu'en raison de contraintes cognitives ou d'observabilité elle impose des préconstruits ou des schémas qui restreignent, à des fins de validité, le champ des possibles ou des variables susceptibles de contredire ses postulats ou de les nuancer. Dès lors, nous sommes d'avis dans notre thèse qu'un tel syndrome afflige la démarche théorique dominante en matière de rémunération des dirigeants de sociétés par actions. Pourquoi ? Parce que, pensons-nous, les prédicats théoriques explicatifs et normatifs, tels qu'ils sont classiquement énoncés par le paradigme économique, ignorent ou mésestiment certains enjeux liés à la rémunération.

Le cadre théorique dominant de la gouvernance des sociétés par actions emprunte largement aux concepts et aux notions issus du courant *Law and Economics*[10]. La firme y est représentée comme une fiction légale composée d'un ensemble de relations contractuelles explicites et implicites qui régissent les rapports des membres entre eux et avec les tiers[11]. Pour

---

[8] Nicolas Boulic, « Procuste et son lit dans la littérature et la céramique antique : lectures symboliques » (2013) 16 *Gaia* 229 à la p 241.

[9] J. William Callison, « Putting New Sheets on a Procrustean Bed: How Benefit Corporations Address Fiduciary Duties, the Dangers Created and Suggestions for Change » (2012) 2 *American University Business Law Review* 85 à la p 86.

[10] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 ; sur l'importance de l'analyse économique dans la conception de la firme, voir David J. Walker, « The Law and Economics of Executive Compensation: Theory and Evidence » dans Claire A. Hill et Brett H. McDonnell, dir, *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Northampton, Edward Elgar, 2012 à la p 232 (notamment l'économie, la finance d'entreprise et la comptabilité) ; Michael C. Jensen, « Organization Theory and Methodology » (1983) 58 *The Accounting Review* 319.

[11] Gérard Charreaux et Jean-Pierre Pitol-Belin, « La théorie contractuelle des organisations : une application au

reprendre les propos de Robert C. Clark, l'approche contractuelle de la firme « dominates the thinking of most economists and most economically oriented corporate law scholars who focus at all on the theory of the corporation »[12]. La puissance explicative de la théorie économique réside principalement dans le portrait qu'elle dresse de la relation contractuelle entre les actionnaires et les dirigeants de la société dont la finalité vise la maximisation de la valeur de la firme[13] ainsi que dans sa conception du rôle attendu du droit des sociétés[14]. En ce sens, le droit des sociétés habilite les différents intervenants à la forme sociétaire à adopter l'arrangement optimal pour les opportunités et les risques auxquels ils sont confrontés dans l'économie[15]. Cet arrangement optimal permet d'établir « the governance structure that is most beneficial to investors, net of the costs of maintaining the structure »[16]. Tout l'enjeu de la gouvernance des sociétés par actions est d'encadrer la relation des dirigeants avec les actionnaires afin de protéger la valeur actionnariale. Par conséquent, la structure de gouvernance des sociétés par actions est composée de « l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui "gouvernent" leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire »[17].

Depuis la publication de *The Modern Corporation and Private Property*[18], la séparation de la propriété et de la direction au sein de la firme est à l'origine d'une relation conflictuelle

---

conseil d'administration » dans Gérard Charreaux, dir, *Le Gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*, Paris, Economica, 1997, 165 à la p 167.

[12] Robert C. Clark, « Contracts, Elites, and Traditions in the Making of Corporate Law » (1989) 89 *Columbia Law Review* 1703 à la p 1705.

[13] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 à la p 23.

[14] Pour une analyse et une description de l'environnement réglementaire et juridiques des sociétés par actions sous l'angle de la théorie économique, voir Reinier Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3e éd, New York, Oxford University Press, 2017.

[15] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, « The Corporate Contract » (1989) 89 *Columbia Law Review* 1416 à la p 1418.

[16] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 à la p 5.

[17] Gérard Charreaux, « Vers une théorie du gouvernement des entreprises » dans Gérard Charreaux, dir, *Le Gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*, Paris, Economica, 1997, 421 aux pp 421–422.

[18] Adolf A. Berle et Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1932.

entre les dirigeants et les actionnaires[19]. En effet, dans la société par actions les propriétaires-actionnaires renoncent au contrôle au profit de dirigeants pour bénéficier de leur expertise et d'une prise de décision simplifiée qui n'est pas aux prises avec l'hétérogénéité des préférences actionnariales. De cette dichotomie entre la propriété et le contrôle découle une allocation des droits décisionnels au sein de la société. D'un côté, les droits liés à la gestion de la décision sont attribués aux dirigeants alors que de l'autre les droits liés à son contrôle sont délégués aux actionnaires, qui agissent au travers du conseil d'administration[20]. Or, cette organisation du pouvoir au sein de la société est imparfaite puisque les préférences des dirigeants ne sont pas nécessairement similaires, en termes d'intérêts et d'incitations à agir, à celles des actionnaires. Dès lors, si une dynamique conflictuelle anime inévitablement toute structure qui agrège des préférences individuelles hétérogènes en une fonction d'utilité collective, elle atteint son paroxysme dans la relation d'agence qui lie les dirigeants aux actionnaires.

La réalité économique atteste que les contrats ne sont ni complets ni parfaits et que leur exécution entraîne des coûts[21]. Dans ces conditions, les cocontractants sont principalement soucieux du respect et de la bonne exécution des engagements contractuels souscrits. L'incomplétude contractuelle implique l'impossibilité de prévoir et d'anticiper les événements susceptibles d'affecter la relation entre les parties au contrat. De la même manière, les contrats incomplets sont une source d'incertitude relative aux efforts déployés pour l'exécution des obligations, c'est-à-dire à la « performance contractuelle ». Dans la mesure du possible, la structure de la société doit permettre de réduire les coûts de transaction, liés à la rédaction, à la négociation et au contrôle des engagements contractuels, et les coûts d'agence qui proviennent de la divergence d'intérêts entre les apporteurs de capitaux et les dirigeants. Le droit des sociétés doit donc favoriser un environnement institutionnel et réglementaire qui permet une réduction

---

[19] Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Separation of Ownership and Control » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 301.

[20] Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Agency Problems and Residual Claims » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 327 à la p 331.

[21] William W. Bratton, « The "Nexus of Contracts" Corporation: A Critical Appraisal » (1989) 74 *Cornell Law Review* 407 à la p 456 ; Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, Free Press, 1985 aux pp 47–48 ; Benjamin Klein, « Transaction Cost Determinants of "Unfair" Contractual Arrangements » (1980) 70 *The American Economic Review* 356.

significative de ces coûts[22]. Autrement dit, la structure de gouvernance doit permettre de préserver l'efficience allocative issue de la séparation du processus décisionnel au sein de la société par actions[23].

Compte tenu du haut degré d'incertitude dans les relations contractuelles au sein de la firme, les agents sont incités, pour maximiser leur utilité personnelle, à faire preuve d'opportunisme afin de tirer avantage des lacunes du contrat. L'hypothèse fondamentale de la relation d'agence porte sur l'opportunisme, la divergence d'intérêts et le problème d'incitation, lesquels sont exacerbés par l'asymétrie d'information entre le dirigeant et les actionnaires. *Ex ante*, l'opportunisme de l'agent se manifeste par la faculté de fausser la réalité de ses compétences et de ses expériences. Dans ce cas, le problème d'agence est un problème de sélection adverse où un dirigeant, par exemple, peut être tenté de mentir sur son curriculum pour s'octroyer une meilleure rémunération à l'embauche. *Ex post*, le problème concerne l'évaluation des efforts réellement fournis par l'agent dans le cadre de ses fonctions. Dans ce contexte, le problème d'agence est un problème d'aléa moral[24]. Les circonstances qui entourent la relation d'agence entre le dirigeant et les actionnaires rendent tout contrôle de la performance particulièrement coûteux. À ce titre, la théorie de l'agence préconise d'inciter et de récompenser l'agent à partir de variables observables organisées de manière à décourager son aléa moral. Ipso facto, la gouvernance des sociétés par actions met en œuvre différents mécanismes, qui oscillent entre contrainte et incitation[25], au premier rang desquels la rémunération des dirigeants cristallise une série de réflexions contemporaines sur le fonctionnement de la société et de ses organes, sa finalité et la conduite de ses membres.

---

[22] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 aux pp 34–35.

[23] Stephen E. Ellis, « The Cult of Efficiency in Corporate Law » (2010) 5 *Virginia Law and Business Review* 239 à la p 246 ; Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 à la p *vii*.

[24] Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, Free Press, 1985 à la p 47.

[25] Eugene F. Fama, « Agency Problems and the Theory of the Firm » (1980) 88 *The Journal of Political Economy* 288 aux pp 292 et 294 ; Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 à la p 323.

2. — Les vicissitudes de la rémunération

Les débats récents en gouvernance des sociétés se sont focalisés sur la question des régimes de rémunération des dirigeants. Les critiques ont connu leur acmé après la vague de scandales financiers qui ont ébranlé la confiance des investisseurs et de l'opinion publique à l'égard des sociétés par actions et des marchés financiers. La faillite d'Enron et les révélations relatives aux manipulations comptables et aux profits outranciers perçus par ses dirigeants ont contribué au sensationnalisme qui entoure encore aujourd'hui la rémunération des hauts dirigeants. D'autres affaires qui ont égrené le début des années 2000 ont renforcé le sentiment d'opprobre des intervenants sur le marché, du public et des régulateurs à l'égard des fraudes, des manipulations et des comportements abusifs commis dans le contexte corporatif.

Mais, ce sont les dirigeants eux-mêmes qui se sont trouvés sous les feux de la rampe et livrer à la vindicte publique. La critique peut être formulée de la sorte : les régimes de rémunération sont non optimaux, faiblement corrélés à la performance et contribuent à un sentiment général d'iniquité[26]. Les exemples d'abus en matière de rémunération sont ainsi pléthores. Par exemple, l'homme d'affaires canadien, Bernard J. Ebbers, fondateur et ancien dirigeant du géant des télécommunications Worldcom a été condamné en 2005 pour fraude en lien avec des manipulations comptables ayant contribué à augmenter artificiellement les bénéfices de sa société de plus de 11 milliards de dollars. Dennis Kozlowski, président-directeur général de Tyco International, a lui-même été accusé d'avoir détourné près de 600 M$ de sa société et d'avoir acheté avec ces fonds un appartement à Manhattan pour la somme de 30 M$ qu'il a luxueusement meublé, notamment avec le tristement célèbre rideau de douche d'un tissu orné d'une valeur de 6000 $. L'attention médiatique autour de Kozlowski pris d'autant plus d'ampleur lorsque fut découvert qu'il avait utilisé les fonds de sa société pour organiser la fête d'anniversaire de son épouse sur l'île de Sicile pour une somme de 2,1 M$[27]. Toutefois, le sentiment général d'iniquité ne porte pas uniquement sur les rémunérations qui sont le résultat de manipulations ou de pratiques frauduleuses. En effet, la déconnexion entre la rémunération

---

[26] Bryce Tingle, « Framed: The Failure of Traditional Agency Cost Explanations for Executive Pay Practices » (2017) 54:4 *Alberta Law Review* 899.

[27] Jerry W. Markham, *A Financial History of Modern U.S. Corporate Scandals: From Enron to Reform*, New York, M.E. Sharpe, 2006 à la p 16.

perçue par un dirigeant et la performance financière de la société, de même que le montant versé, est également à l'origine de nombreuses contestations. On retiendra les polémiques qui ont entouré Michael Eisner, président-directeur général de Walt Disney, qui a perçu plus de 680 M$ rien qu'en stocks options. De même, à la tête de la société Oracle, Larry Ellison réalisa en 2001 706 M$ de gains après avoir exercé ses options alors que sur cette même période la valeur boursière du titre de la société a chuté de 57 %. Michael Dell de la société du même nom reçu 233 M$ rien que sur une année et Sandford Weill, chez Citigroup, perçu non moins de 220 M$[28].

Au-delà des montants des régimes de rémunération octroyés à des hauts dirigeants, certaines composantes sont l'objet de vives critiques. Dans beaucoup de sociétés canadiennes et américaines, les dirigeants se voient accorder d'importantes primes lorsque survient un changement de contrôle de la société à la suite d'une opération de fusion ou de restructuration. Communément nommées « parachutes dorés » ou « golden parachutes », ces primes peuvent représenter jusqu'à plusieurs années de salaire du dirigeant[29]. En 2001 au Canada, 43 % des P.-D.G. bénéficiaient de telles indemnités[30]. De telles clauses dans les contrats avec les dirigeants sont censées, d'une part, compliquer l'acquisition de la société cible et, d'autre part, assurer la loyauté des dirigeants dans les pourparlers de prise de contrôle. Dans certains cas, ces indemnités ont fait l'objet de contestations judiciaires, aussi bien de la part de sociétés acquéreuses qui refusent de les acquitter[31] que d'actionnaires qui refusent leur versement ou qui mettent en cause la responsabilité des administrateurs pour manquement à leurs devoirs[32].

---

[28] Jerry W. Markham, « Regulating Excessive Executive Compensation - Why Bother? » (2007) 2 *Journal of Business & Technology Law* 277 à la p 295.

[29] Les parachutes dorés du P.-D.G. de Canadian Pacific et Nortel, respectivement de 85,8 M$ et 145,4 M$, sont présentés comme exemple dans Paul Martel, *La société par actions au Québec. Les aspects juridiques*, vol 1, Montréal, Wilson & Lafleur, 2018 au para 23-360 (note 438).

[30] Virginia Bodolica et Martin Spraggon, « The Implementation of Special Attributes of CEO Compensation Contracts around M&A Transactions » (2009) 30 *Strategic Management Journal* 985 à la p 988 citant R. Cooke et A. Duffy, « Changement de contrôle : revue des sociétés du TSE 100 », Société Conseil Mercer Ltd.

[31] *Aéro-Photo (1961) inc c Raymond*, 2014 QCCA 1734 (CanLII) (la société acquéreuse a l'obligation d'hononer la clause « parachute »; *Francoeur c 4417186 Canada Inc*, 2013 QCCA 191 (CanLII) (la clause « parachute » contestée a été reconnue valide).

[32] *UPM-Kymmene Corporation v UPM-Kymmene Miramichi Inc*, (2002) 214 DLR (4e) 496 (On SC), conf par (2004) 42 BLR (3e) 34 (On CA) ; *Mondoux c 9041-6868 Québec inc*, 2003 CanLII 28589 (QC CS) ; *Look Communications v McGoey*, 2017 ONSC 2165 (CanLII).

Outre le fait d'anecdotiser notre propos, ces exemples témoignent de défaillances qui affectent toute la structure de gouvernance de la société par actions. La rémunération remet en question le rôle des mécanismes de gouvernance et leur efficacité. Effectivement, si le caractère exorbitant des montants perçus suscite l'indignation et l'outrage, il ne doit pas masquer le véritable problème, celui d'une rémunération variable largement indexée sur la performance financière de la société[33]. Cette part variable, qui représente la rémunération liée à la valeur boursière des titres des sociétés, constitue la majeure partie de la rémunération totale des dirigeants[34]. À titre d'exemple, pour l'année 2016, la part variable de la rémunération (attributions d'options et option d'achat d'actions) pour les P.-D.G. des sociétés du TSX 60 représentait 56 % de leur rémunération totale[35]. Puisque la rémunération incitative est largement fonction de la variation des titres de la société qu'il dirige, le dirigeant peut être incité à manipuler artificiellement les résultats de sa performance ou à privilégier des stratégies courts-termistes au détriment d'une création de valeur à long terme[36]. Par conséquent, la rémunération incitative et la faible performance organisationnelle tendent à accroître les risques de manipulations comptables, de falsifications d'informations financières et de pratiques douteuses, tant au niveau organisationnel qu'individuel[37].

Donc, les vicissitudes de la rémunération ne sont que le résultat de pratiques qui, sans être toutes illégales ou frauduleuses, sont contraires à l'intérêt de la société, à celui de ses actionnaires et à l'objectif de maximisation de la valeur. C'est dire si en matière de rémunération

---

[33] Bryce Tingle, « How Good Are Our "Best Practices" When It Comes to Executive Compensation? A Review of Forty Years of Skyrocketing and the Forces of Good Governance » (2017) 80 *Saskatchewan Law Review* 387 à la p 398 et s.

[34] Brian J. Hall et Kevin J. Murphy, « The Trouble with Stock Options » (2003) 17 *Journal of Economic Perspectives* 49.

[35] Voir *infra* Figure 6 ; Yvan Allaire, *Trancher le nœud gordien de la rémunération des dirigeants* (novembre 2017), en ligne : Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques <https://igopp.org/wp-content/uploads/2017/11/IGOPP_PP_Remuneration_PP9_FR_vf_WEB.pdf> à la p 15 : entre 1999 et 2016 la part d'attribution d'actions et d'options d'achat d'actions a augmenté de 19 points.

[36] Mark J. Roe, « The Institutions of Corporate Governance » dans Claude Ménard et Mary M. Shirley, dir, *Handbook of New Institutional Economics*, Berlin, Springer, 2005, 371 à la p 383.

[37] Jared Harris et Philip Bromiley, « Incentives to Cheat: The Influence of Executive Compensation and Firm Performance on Financial Misrepresentation » (2007) 18 *Organization Science* 350 ; A. Scott Fleming, Dana R. Hermanson, Mary-Jo Kranacher et Richard A. Riley, « Financial Reporting Fraud: Public and Private Companies » (2016) 1 *Journal of Forensic Accounting Research* A27 à la p A29.

l'idéal de l'orthodoxie économique s'oppose à la réalité des pratiques des agents économiques. L'aporie de la théorie économique en gouvernance est ainsi manifeste : au lieu de résoudre le problème d'agence entre les actionnaires et les dirigeants, la structure de la rémunération accentuerait les antagonismes en incitant les dirigeants à maximiser leur utilité personnelle au détriment de l'utilité collective des actionnaires[38]. Corollairement, les dérives de la rémunération ne sont que les résultantes d'une structure de gouvernance inefficace.

3. — L'enjeu de la rémunération

L'étude de la rémunération des dirigeants de sociétés par actions requiert un examen détaillé des différents acteurs, instances, mécanismes et processus décisionnels impliqués de son élaboration à son adoption. Afin d'offrir une compréhension entière des problèmes en matière de rémunération, il est nécessaire d'analyser l'ensemble du processus de gouvernance qui l'organise. Comme élément essentiel qui articule et structure autour d'elle un ensemble complexe de mécanismes, la rémunération matérialise les forces et les faiblesses d'une conception contractuelle et économique de la gouvernance. Notre propos ambitionne ainsi d'élargir le cadre normatif sur lequel s'appuie la question de la rémunération des hauts dirigeants.

Le cadre standard de l'analyse économique privilégie la relation actionnaires-dirigeants comme facteur décisif de la performance de la société. Puisque les mesures prises par les dirigeants et les opportunités d'investissement ne sont que partiellement observables, les actionnaires ne sont pas en mesure de déterminer a priori les actions et les décisions qui doivent être prises par le dirigeant pour maximiser leur utilité. Dans ces circonstances, le régime de rémunération des dirigeants doit les inciter à mettre en œuvre une stratégie qui favorise l'accroissement de la valeur de la société[39]. En outre, une structure de rémunération incitative est indispensable pour attirer, motiver et retenir les hauts dirigeants puisque, dans une certaine mesure, les sociétés rivalisent entre elles dans l'élaboration des régimes de rémunération.

---

[38] David I. Walker, « The Way We Pay Now: Understanding and Evaluating Performance-Based Executive Pay » (2016) 1 *Journal of Law, Finance, and Accounting* 395.

[39] Michael C. Jensen et Kevin J. Murphy, « Performance Pay and Top-Management Incentives » (1990) 98 *The Journal of Political Economy* 225 à la p 226.

Compte tenu de la nature idiosyncrasique de la relation d'agence, la rémunération demeure l'instrument privilégié pour encadrer le pouvoir considérable des dirigeants.

Classiquement, la problématique de la rémunération oppose deux thèses. Selon la première, le régime de rémunération du dirigeant est le résultat d'un processus de négociation mené sur un pied d'égalité avec le conseil d'administration et qui aboutit à un contrat optimal[40]. Le contrat optimal pour la relation principal-agent repose sur trois postulats : d'abord, une négociation d'égal à égal entre les parties ; puis, des contraintes de marché qui pèsent sur les dirigeants ; et enfin le recours par les actionnaires à des mécanismes de gouvernance judiciaire ou autres pour imposer l'adoption d'un contrat de rémunération conforme à l'objectif de maximisation[41]. À ce titre, le conseil d'administration est chargé de l'élaboration d'un régime composé d'incitatifs qui assurent une maximisation de la valeur actionnariale. Dans cette perspective, tout dysfonctionnement de la rémunération est justifié par des limites politiques qui restreignent le montant de rémunération et le choix des incitatifs et qui affectent la sensibilité de la rémunération à la performance[42].

Suivant la seconde thèse, le processus de rémunération est largement sous l'emprise et le contrôle du dirigeant, et débouche sur un contrat qui lui est avant tout favorable[43]. Ainsi, les administrateurs et les membres du comité de rémunération, malgré les exigences d'indépendance, demeurent influençables et ne sont pas nécessairement incités et informés pour contester un régime de rémunération. Certaines composantes du régime de rémunération illustrent donc un comportement de recherche et de capture de rentes par les dirigeants[44]. De

---

[40] Lucian A. Bebchuk et Jesse M. Fried, « Pay Without Performance: Overview of the Issues » (2004) 17 *Journal of Applied Corporate Finance* 8 à la p 12.

[41] Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried et David L. Walker, « Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation » (2002) 69 *Chicago Law Review* 751 à la p 761.

[42] Michael C. Jensen et Kevin J. Murphy, « Performance Pay and Top-Management Incentives » (1990) 98 *The Journal of Political Economy* 225.

[43] Lucian Bebchuk et Jessie Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004.

[44] Olivier Jean Blanchard, Florencio Lopez-de-Silanes et Andrei Shleifer, « What do Firms do with Cash Windfalls? » (1994) 36 *Journal of Financial Economics* 337 ; David Yermack, « Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors » (1996) 40 *Journal of Financial Economics* 185 ; Marianne Bertrand et Sendhil Mullainathan, « Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are » (2001) 16 *Quarterly Journal of Economics* 901.

même, cette extraction de richesses serait d'autant plus aisée que les contraintes exercées par les marchés (des prises de contrôle, de capitaux et du travail des dirigeants) manqueraient d'effectivité et éloigneraient un peu plus le régime de rémunération d'un idéal de contrat optimal[45]. Enfin, pensons-nous, la pratique qui tend à externaliser la compétence et l'expertise en matière de rémunération auprès de conseillers externes contribue à une dilution du pouvoir de contrôle dévolu aux administrateurs et aux actionnaires sur la question de la rémunération. En somme, la situation idéalisée d'un processus de négociation indépendant entre le dirigeant et la société est contredite, du moins en partie, par la réalité d'un processus décisionnel où les dirigeants exercent une certaine emprise.

4. — La problématisation

Dans quelle mesure un régime de rémunération de hauts dirigeants permet-il de garantir une structure de gouvernance qui, à la fois, protège les actionnaires, respecte leurs préoccupations et encourage les comportements exemplaires ?

L'analyse, les observations et les recommandations que nous formulons dans cette thèse sont envisagées dans le contexte économique, juridique et réglementaire canadien. À ce titre, la législation fédérale et québécoise relative aux sociétés par actions ainsi que les décisions des cours et tribunaux canadiens revêtent une importance toute particulière. Attendu, cependant, que la question de la rémunération des dirigeants n'est pas une préoccupation strictement canadienne, notre recherche s'accompagne opportunément de références à des contextes juridiques étrangers. Particulièrement, compte tenu de l'influence qu'exerce le droit des sociétés américain sur le droit des sociétés canadien, la doctrine et la jurisprudence américaine sont incontournables pour une analyse rigoureuse de la problématique de thèse.

Le droit des sociétés assure la protection du statut juridique des actionnaires et astreint à cette fin les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires. Il impose, en effet, des contraintes déontiques qui restreignent les abus, les déprédations et l'opportunisme des dirigeants.

---

[45] Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried et David L. Walker, « Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation » (2002) 69 *Chicago Law Review* 751 à la p 755.

L'environnement juridique et réglementaire limite ainsi les occasions offertes aux dirigeants de tirer un profit indu, de transiger avec la société, de commettre des délits d'initiés, etc[46]. De plus, le régime de responsabilité des administrateurs ainsi que les recours judiciaires offerts aux actionnaires balisent les comportements et les pratiques recommandées en droit des sociétés, notamment en matière de rémunération. Malgré l'habilitation générale du droit des sociétés en matière de gestion et la déférence judiciaire à l'égard des décisions d'affaires, les pratiques judiciaires et législatives encouragent néanmoins le recours à une dynamique normative extra-légale pour la régulation du comportement des agents.

Les règles relatives au droit des contrats et au droit des sociétés peuvent être distinguées selon qu'elles sont ou non d'ordre public. Lorsque les dispositions juridiques ne sont pas d'ordre public, les cocontractants sont libres d'organiser leurs rapports contractuels et de stipuler des règles différentes de celles prévues par la loi. Dans ce cas, l'hypothèse est que les parties sont présumées être en mesure de négocier des règles plus appropriées à leurs interactions[47]. À l'inverse, quand la disposition est d'ordre public, les parties ne peuvent pas écarter leur application par contrat[48]. Par exemple, les dirigeants et les administrateurs de sociétés ne peuvent pas déroger par contrat aux devoirs qui leur sont imposés par le droit des sociétés par actions[49]. La caractérisation du droit des sociétés comme un ensemble de règles par défaut pour organiser le nœud de contrats va de pair avec la conception économique du droit des sociétés[50]. En témoigne également l'analyse économique des règles en droit des sociétés réalisée par Easterbrook et Fischel pour qui :

« The normative thesis of [*The Economic Structure of Corporate Law*] is that corporate

---

[46] Lucian Arye Bebchuk et Christine Jolls, « Managerial Value Diversion and Shareholder Wealth » (2002) 15 *Journal of Law, Economics, and Organization* 487 à la p 488.

[47] Robert E. Scott, « A Relational Theory of Default Rules for Commercial Contracts » (1990) 19 *The Journal of Legal Studies* 597 à la p 598.

[48] Stewart J. Schwab, « A Coasean Experiment on Contract Presumptions » (1988) 17 *The Journal of Legal Studies* 237 à la p 239 et s ; Guido Calabresi et A. Douglas Melamed, « Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral » (1989) 85 *Harvard Law Review* 1089 (sur l'idée parente de droits inaliénables).

[49] Ian Ayres et Robert Gertner, « Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules » (1989) 99 *Yale Law Journal* 87 à la p 87.

[50] Robert C. Clark, « Contracts, Elites, and Traditions in the Making of Corporate Law » (1989) 89 *Columbia Law Review* 1703 à la p 1706 ; David Charny, « Hypothetical Bargains: The Normative Structure of Contract Interpretation » (1991) 89 *Michigan Law Review* 1815 aux pp 1819–1820 ;

> law should contain the terms people would have negotiated, were the costs of negotiating at arm's length for every contingency sufficiently low. The positive thesis is that corporate law almost always conforms to this model »[51].

En ce sens, il est de notre avis que l'orthodoxie économique limite le champ des variables quant à la justification offerte aux contrats incomplets et au rôle attendu du droit des sociétés. En effet, l'hypothèse selon laquelle l'incomplétude contractuelle n'est que la résultante d'une analyse en termes de coûts de transaction, notamment ceux ayant trait à la rédaction des contrats, nous paraît réductrice et simpliste[52]. De la même manière, sous l'angle de l'analyse économique du droit, les contrats incomplets sont le résultat d'une démarche active et rationnelle des agents qui, souhaitant réduire les coûts de transactions, délèguent délibérément aux tribunaux, en cas de litige, la responsabilité de pallier les lacunes de leur accord[53]. Ainsi, pour Richard Posner « [p]arties may rationally decide not to provide for a contingency, preferring to economize on negotiation costs by delegating completion of the contract to the courts should the contingency materialize »[54]. Pourtant, la pratique semble contredire le postulat puisque les décisions prises par les dirigeants et les administrateurs dans le cadre de leurs fonctions jouissent d'une certaine déférence judiciaire. Par voie de conséquence, la gouvernance judiciaire de l'aléa moral du dirigeant par le dispositif fiduciaire et les recours offerts aux actionnaires n'a vocation à se substituer aux mécanismes internes de gouvernance que lorsque ceux-ci sont manifestement défaillants.

Nous prenons donc sur ce dernier point le contrepied de la proposition normative selon laquelle le droit des sociétés se réduit à un ensemble de règles qui, par défaut, économisent sur les coûts de transactions liées au choix de règles qui régissent les rapports des acteurs

---

[51] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 à la p 15.

[52] Ian Ayres, « Review: Making a Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel Reviewed Work(s): The Economic Structure of Corporate Law by Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel » (1992) 59 *University of Chicago Law Review* 1391 ; Alan Schwartz, « Relational Contracts in the Courts: An Analysis of Incomplete Agreements and Judicial Strategies » (1992) 21 *The Journal of Legal Studies* 271.

[53] Claire A. Hill, « Bargaining in the Shadow of the Lawsuit: A Social Norms Theory of Incomplete Contracts » (2009) 34 *Delaware Journal of Corporate Law* 191 aux pp 204–205 ; Ian Ayres et Robert Gertner, « Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules » (1989) 99 *Yale Law Journal* 87.

[54] Richard A. Posner, « The Law and Economics of Contract Interpretation » (2005) 83 *Texas Law Review* 1581 à la p 1583.

économiques. D'une part, nous considérons que l'incomplétude contractuelle des rapports au sein de la société ainsi que la « texture ouverte »[55] du droit des sociétés permettent d'élargir le recours à d'autres mécanismes de gouvernance que ceux qui sont traditionnellement l'apanage de la théorie économique. D'autre part, nous explorons également l'hypothèse selon laquelle les contrats incomplets ne résultent pas nécessairement d'une démarche stricte en termes de coûts et bénéfices de la part des acteurs économiques.

Au contraire, la spécificité de la relation du dirigeant avec la société ainsi que son contrat de rémunération commandent une flexibilité indispensable à leur interaction fonctionnelle. Si cette nécessité n'interfère en rien avec la dimension disciplinaire du droit des sociétés, nous entendons cependant démontrer qu'elle requiert, d'une part, de remettre en perspective le rôle de certains instruments de gouvernance (comme le conseil d'administration, le comité de rémunération et la structure du régime de rémunération) et, d'autre part, le recours à l'éthique comme mécanisme extra-légal pour une meilleure coopération dans la relation d'agence. Plus particulièrement sur ce dernier point, l'importance de l'éthique comme mécanisme extra-légal de coopération s'arrime à une interrelation entre la normativité juridique et la normativité sociale propre au contexte corporatif.

Dans la présente thèse, notre cadre théorique s'inscrit dans la perspective contractuelle et économique de la gouvernance des sociétés par actions. Toutefois, notre démonstration vise à nuancer les prescriptions normatives qui en sont issues et à proposer un arsenal théorique apte à offrir une représentation plus adéquate de la réalité et du contexte qui entoure la gouvernance de la rémunération des hauts dirigeants en droit des sociétés par actions au Canada. Par conséquent, bien que l'orthodoxie économique ait le mérite de dépeindre une réalité économique complexe en une réalité d'apparence simple et tangible, la représentation demeure pour le moins fragmentaire et illustre, à notre avis, *le syndrome de Procuste* qui affecte la gouvernance des sociétés par actions :

– **Premièrement**, elle mésestime ou ignore d'autres hypothèses comportementales que celles classiquement admises par la théorie de l'agence où la recherche de l'utilité personnelle,

---

[55] Herbert Lionel Adolphus Hart, *Le concept de droit*, traduit par Michel van de Kerchove avec la collaboration de Joëlle van Drooghenbroeck et Raphaël Célis, Bruxelles, Facultés universitaires Saint-Louis, 1976 aux pp 53–58, 268.

l'égoïsme stratégique, l'opportunisme et la dynamique conflictuelle sont largement prépondérants. Dès lors, le dirigeant ne doit pas être réduit à son rôle d'agent. Bien au contraire, nous avançons l'hypothèse selon laquelle il agit aussi comme un intendant. À ce titre, l'importance des hypothèses comportementales précédemment identifiées doit être soupesée au regard d'autres relatives à la confiance, à la satisfaction de l'intérêt d'autrui, à l'altruisme et à la coopération.

– **Deuxièmement**, la conception archétypale de la relation d'agence limite *de facto* le champ des possibles quant aux instruments de gouvernance pertinents et à leurs caractéristiques, aux modalités décisionnelles à mettre en œuvre au sein de la société et aux incitatifs adéquats pour réguler l'aléa moral et motiver une conduite exemplaire des hauts dirigeants. La conception manichéenne des rapports dans la relation d'agence accentue la dimension disciplinaire et de surveillance de la gouvernance. Nous pensons que cette dimension n'est pas exclusive d'une autre, celle d'une dimension d'accompagnement. En ce sens, nous soutenons que la contribution cognitive du conseil d'administration doit être renforcée, que les modalités de rémunération doivent être réellement discutées par les administrateurs et que les incitatifs sélectionnés dans le contrat de rémunération doivent répondre à un éventail plus large des motifs à agir des dirigeants. Sur ce dernier point, le recours à des critères de performance non financière nous semble judicieux.

– **Troisièmement**, elle enchâsse le phénomène normatif dans une acception juridique strictement supplétive et méconnaît le potentiel normatif de l'éthique appliquée comme mécanisme extra-légal pour une meilleure coopération entre les dirigeants et les actionnaires. À l'opposé, nous soutenons que la texture ouverte du droit des sociétés offre un environnement propice au développement de normes de conduite alternatives. Ainsi, la jurisprudence relative aux devoirs des administrateurs et des dirigeants illustre l'ancrage de l'éthique par rapport au droit. De même, les mécanismes proposant l'application de bonnes pratiques peuvent adéquatement réguler l'agir, notamment en s'adaptant au particularisme de la prise de décision en matière de rémunération.

– **Quatrièmement**, le rôle résiduel dévolu aux actionnaires ainsi que des contraintes d'action collective et d'apathie rationnelle semblent justifier, à tort ou à raison, un déséquilibre des pouvoirs au profit de la haute direction de la société, notamment par la dénaturation de leur

droit de vote. Nous prenons fait et cause pour un renforcement de la prérogative actionnariale sur la question de la rémunération. Particulièrement, nous plaidons pour faciliter l'accès au mécanisme de sollicitation des procurations afin de favoriser l'engagement actionnarial sur la gouvernance en général et la rémunération en particulier.

L'analyse développée dans cette thèse examine les postulats, les implications et les lacunes qui résultent d'une conception contractuelle et économique de la gouvernance. Les lacunes identifiées ci-dessus justifient notre démarche de recourir à différentes théories et disciplines pour apporter un éclairage si ce n'est original du moins non-orthodoxe à la question de la rémunération des hauts dirigeants en droit des sociétés par actions. Les nombreuses approches qui émaillent notre thèse, issues du droit, de l'éthique, de l'économie et de la gestion, permettent de dépeindre une réalité dont les contours offrent une représentation plus adéquate et plus complète des enjeux attachés à la rémunération. Autant dire que la démarche ne vise pas à choisir ou à élaborer une solution unique, mais bien à proposer une série d'ajustements complémentaires et non exclusifs aux divers aspects de notre problématique.

Nous sommes d'avis que la rémunération du dirigeant doit être envisagée comme le baromètre de la gouvernance de la société par actions. En ce sens, le régime de rémunération d'un dirigeant est un instrument qui est à la fois sensible à plusieurs variables et qui les exprime. Notre démarche explore donc différentes variables que sont : l'interaction entre la norme juridique et la norme sociale pour encadrer l'agir directorial, le rôle de l'éthique appliquée pour promouvoir les comportements exemplaires, les incitatifs employés dans le contrat de rémunération pour motiver le dirigeant, le contrôle opéré par les administrateurs et les tribunaux tout comme l'implication actionnariale dans le processus décisionnel qui guide l'élaboration et l'adoption du régime de rémunération. En définitive, la rémunération est l'aboutissement d'un jeu d'interactions complexes entre différents mécanismes qui doivent être envisagés de manière complémentaire et non exclusive.

⁂

La présente thèse s'organise selon une structure bipartite divisée en six chapitres.

Dans une première partie, nous présentons *le cadre normatif de la gouvernance des sociétés par actions*. Tout d'abord, le **premier chapitre** sur la représentation de la firme

témoigne d'une véritable orthodoxie où le dessein de la gouvernance est formé de problématiques liées à l'élaboration de contrats optimaux, à l'exécution et aux coûts des obligations contractuelles. Le **deuxième chapitre** illustre l'enjeu du droit des sociétés, au travers du principe fiduciaire, de garantir une gestion de la société équitable, respectueuse d'intérêts multiples et non clivante afin de ne pas entraver le processus de création de valeur. Le **troisième chapitre** met de l'avant, d'une part, la complémentarité entre la normativité juridique et la normativité sociale pour pallier l'incomplétude contractuelle de la relation du dirigeant avec la société et, d'autre part, que les rapports des agents économiques sont fonction de normes et de valeurs particulières dont l'éthique appliquée est la synthèse cohérente selon une dynamique de coopération.

Après l'examen du référentiel de la gouvernance, la seconde partie envisage *la rémunération des hauts dirigeants comme enjeu de pouvoirs*. Par une étude de la structure et des finalités de la rémunération du dirigeant, le **quatrième chapitre** prescrit des modalités de rémunération particulières qui mobilisent d'autres comportements de la part des dirigeants et contribuent à la création de valeur. Si le choix des incitatifs et des modalités de rémunération est décisif, le contrôle de l'intégrité du processus de rémunération l'est tout autant. Le **cinquième chapitre** conditionne ainsi le contrôle effectif de la rémunération à l'exercice concomitant des fonctions disciplinaire et cognitive du conseil d'administration. À défaut, l'intervention judiciaire permet de rétablir, en dernier recours, un processus de négociation équitable où la formalisation des conduites exemplaires des administrateurs et des dirigeants induit une révision des procédés de détermination de la rémunération. Enfin, le **sixième chapitre** rapporte la légitimité du processus décisionnel de la rémunération à la participation actionnariale et à l'exercice du droit de vote, dont les modalités doivent permettre de forger l'expression d'une volonté sociale soucieuse de l'ensemble des préoccupations actionnariales.

⁂

PARTIE 1. — LE CADRE NORMATIF DE LA GOUVERNANCE DE LA SOCIÉTÉ PAR ACTIONS

Quoique le modèle de la gouvernance des sociétés par actions soit largement influencé par une conception contractuelle et économique de l'entreprise, des représentations alternatives en nuancent et en élargissent les contours. Ainsi, permettent-elles d'envisager autrement la nature des relations au sein de la société, la pluralité d'intérêts des intervenants à la forme sociétaire et de compléter la conception de la firme. Mais, le contexte économique et les attributs juridiques de la société par actions font prévaloir une structure de gouvernance centrée autour des actionnaires.

Préoccupé de la manière dont les sociétés sont dirigées et contrôlées, le droit des sociétés est empreint d'une conception de la rationalité du pouvoir où sa pratique et son contrôle doivent « garantir au mieux la responsabilité des organes de gestion vis-à-vis de la collectivité des actionnaires »[56]. Sous cet angle, le régime de responsabilité des administrateurs et des dirigeants permet une véritable régulation de l'aléa moral dans la relation d'agence. À travers la fonction judiciaire, la mécanique fiduciaire légitime le dépassement d'une conception économique de la firme où l'intérêt social est réduit à l'intérêt des actionnaires.

Tout bien considéré, le cadre normatif qui régit les interactions au sein de la société et qui est voué à remédier à la contractualisation imparfaite de l'aléa moral est incomplet. En réalité, le donné normatif n'est pas restreint au construit de l'orthodoxie économique puisque le droit tout comme le contrat expose la relation d'agence à une alternative extra-légale de gouvernance plus opportune et plus efficace que la traditionnelle sanction juridique.

---

[56] Alain Couret, « La structure juridique des entreprises (corporate governance) » (2002) 16 *Revue internationale de droit économique* 339 à la p 341 citant Alain Pietrancosta, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, thèse de doctorat en droit privé, Université Paris I, 1999, n° 158 [non publiée].

CHAPITRE 1. — LES THÉORIES ET LES REPRÉSENTATIONS DE L'ENTREPRISE

INTRODUCTION

La société par actions s'est imposée comme la forme d'entreprise la plus répandue dans le système capitaliste. Depuis l'interrogation de Ronald Coase sur la nature de la firme en 1937, la théorie économique a depuis constitué la représentation majeure de la firme. Présentée comme une alternative à la coordination économique par le marché, la firme a fait l'objet d'une conceptualisation contractuelle. La théorie des droits de propriété et la théorie de l'agence ont largement contribué à la représentation de la firme comme « nœud de contrats » qui s'est imposée comme une véritable orthodoxie [57]. De surcroît, l'avènement de cette forme d'organisation a été accompagné d'une séparation de la propriété et du contrôle de l'entreprise, où la dispersion du capital social a conduit à en confier sa gestion à une catégorie d'agents professionnels spécialisés, les dirigeants[58].

En envisageant les rapports individuels comme des liens contractuels, cette approche de la firme envisage les problématiques liées à l'élaboration de contrats optimaux, à l'exécution des obligations contractuelles (implicites ou explicites) et aux coûts liés aux engagements contractuels. Toujours selon cette approche contractuelle, le bon déroulement des rapports contractuels est affecté par l'existence d'asymétries d'informations qui peuvent notamment être à l'origine de comportements opportunistes, contraires à l'esprit des conventions et destructeur de richesses. À ce titre, l'orthodoxie économique vise à identifier les structures de gouvernance les plus efficientes.

Dans le cadre standard de l'analyse économique, la théorie de l'agence occupe une place prépondérante dans le principe et la justification d'un modèle de gouvernance actionnariale. Le point névralgique de ce modèle est la relation d'agence entre les dirigeants et les actionnaires

---

[57] Armen A. Alchian et Harold Demsetz, « Production, Information Costs and Economic Organization » (1972) 62 *The American Economic Review* 777 ; Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305.

[58] Adolf A. Berle et Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1932.

qui ont des intérêts contradictoires. La thèse de la séparation de la propriété et du contrôle de la firme a contribué à révéler, mais aussi à exacerber la conception conflictuelle des rapports entre les parties à la forme sociétaire. En effet, selon leurs auteurs, cette séparation a été le fruit d'une véritable révolution qui a donné naissance à la firme managériale, où les dirigeants s'approprient le pouvoir afin de gérer l'outil capitaliste dans leurs intérêts et au détriment de celui des autres parties prenantes. Si la vision contractuelle de la firme s'est imposée, d'autres représentations alternatives de la firme ont connu ou connaissent encore un certain retentissement dans les débats doctrinaux sur la nature de la firme, notamment sur les interactions entre les différents intervenants au sein de la société et sur le modèle de gouvernance.

Ce premier chapitre présente les conceptions majeures de l'entreprise en doctrine. Envisagées comme un ensemble, elles forment une grille de lecture qui explicite la structure de gouvernance et les attributs de la société par actions, les finalités poursuivies par l'entité, les types d'interactions qui s'y nouent et les paramètres privilégiés dans le processus de création de valeur. Dans ce cadre, la démonstration est de nature descriptive, mais les différentes représentations abordées ici apporteront un éclairage tout au long de cette thèse à des problématiques relatives, par exemple, au rôle cognitif du conseil d'administration, aux différentes préoccupations actionnariales, à l'intérêt de la société ou encore aux comportements et aux incitatifs des dirigeants.

Dans une première section, nous consacrons nos développements à une présentation des principales représentations de la firme, qu'elles proviennent aussi bien de l'orthodoxie économique que de conceptualisations théoriques alternatives. Puis, dans une seconde section, nous abordons les implications de l'approche contractuelle dominante dans la conception d'un modèle de gouvernance actionnariale, où la principale préoccupation est relative à l'interaction fonctionnelle entre les actionnaires, les dirigeants et la société.

SECTION 1. — LES THÉORIES DE L'ENTREPRISE

Le paradigme dominant définit l'entreprise comme l'enceinte à une multitude de relations contractuelles dans un contexte d'incertitude et de rationalité limitée. Néanmoins, d'autres théories offrent des représentations alternatives qui refusent de réduire l'entreprise à un ensemble de contrats afin d'appréhender ses autres dimensions, notamment institutionnelle,

partenariale et cognitive.

Sous-section 1. — L'orthodoxie économique : l'approche contractuelle de la firme

L'approche contractuelle de la firme s'appuie sur une analyse de l'allocation des ressources et de l'optimalité. Pour chacune des théories qui s'y rattachent, la société est un mode de coordination interne dont l'efficience est fonction des caractéristiques des transactions ou des comportements des contractants (théorie des coûts de transactions), de la répartition des droits de propriété et du pouvoir (théorie des droits de propriété) ou encore d'asymétrie d'information et d'incitation (théorie de l'agence et des contrats incomplets)[59].

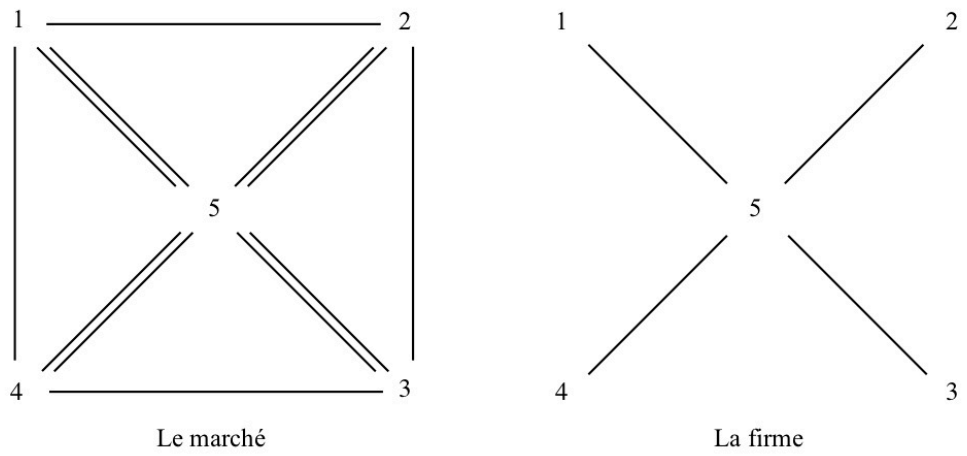
Paragraphe 1. — La théorie des coûts de transaction

La théorie des coûts de transaction de Oliver Williamson se situe dans la droite ligne des travaux de Ronald Coase[60]. Tout comme Ronald Coase, il oppose les deux institutions que sont la firme et le marché en insistant particulièrement sur l'aspect hiérarchique de la firme[61]. Dans « The Nature of the Firm »[62], Ronald Coase soulève la question de l'existence de la firme et cherche à expliquer sa raison d'être. En effet, dans la mesure où le marché et le mécanisme du prix offrent déjà un mode d'organisation efficace de la production, il s'interroge sur les raisons qui poussent les agents économiques à choisir la firme pour la coordination de leurs choix individuels. Selon lui, c'est l'existence de coûts d'utilisation du marché qui sont à l'origine de la firme[63]. Ainsi, elle est présentée comme une alternative à la coordination par le mécanisme du prix sur le marché. En effet, comme la figure 1 ci-dessous l'illustre, la firme se présente comme une solution avantageuse aux contrats bilatéraux réalisés sur le marché puisqu'elle se place en intermédiaire pour coordonner les relations entre différents agents et principaux[64].

---

[59] Magali Chaudey, *Analyse économique de la firme*, Paris, Armand Colin, 2014 aux pp 223–224.
[60] Ronald H. Coase, « The Nature of the Firm » (1937) 4 *Economica* 386.
[61] Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, The Free Press, 1998 à la p 206 et s.
[62] Ronald H. Coase, « The Nature of the Firm » (1937) 4 *Economica* 386.
[63] Ronald H. Coase, « The Nature of the Firm » (1937) 4 *Economica* 386 à la p 390.
[64] Daniel F. Spulber, *The Theory of the Firm: Microeconomics with Endogenous Entrepreneurs, Firms, Markets, and Organizations*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009 aux pp 85, 417.

Figure 1. — Représentation de la coordination économique par le marché et par la firme



Source : Bernard Baudry et Virgile Chassagnon, *Les théories économiques de l'entreprise*, Paris, La Découverte, 2014 à la p 19

La théorie néoclassique se contente d'appréhender l'entreprise comme un acteur sur le marché sans expliquer son fonctionnement interne ou la manière dont les agents y interagissent. Même si elle représente l'entreprise comme une unité de production dont la finalité vise à maximiser les profits, celle-ci n'en reste pas moins qu'une « black box » passant ainsi sous silence toute interrogation quant à sa nature et sa structure[65]. Comme l'a souligné Oliver Hart, trois principales critiques peuvent être formulées à l'égard de la théorie néoclassique de la firme. Tout d'abord, elle ignore toute problématique relative à l'incitation au sein de la firme, puis celle relative à son organisation interne, ou encore celle des frontières de la firme[66]. Il écrit à ce propos que « [the] neoclassical theory is consistent with there being one huge firm in the world, with every existing firm [...] being a division of this firm. It is also consistent with every plant and division of an existing firm becoming a separate and independent firm »[67]. Dans le même ordre d'idées, les néoclassiques envisagent la firme en tant qu'unité de production spécialisée qui produit pour des personnes qui lui sont extérieures sans prêter attention aux complexités de

[65] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 aux pp 306–307.

[66] Oliver Hart, *Firms, Contracts and Financial Structure*, New York, Oxford University Press, 1995 aux pp 17–18, 20.

[67] Oliver Hart, *Firms, Contracts and Financial Structure*, New York, Oxford University Press, 1995 à la p 17.

la gestion de la production à l'interne[68]. D'une certaine manière, la firme est un concept hypothétique qui comprend un critère de décision unique et une capacité à acquérir de l'information à partir du marché[69].

L'analyse des coûts de transaction se présente donc comme la possibilité d'observer ce qui se passe à l'intérieur de la « black box »[70]. Selon cette analyse, le choix entre le marché et l'entreprise comme mode d'organisation des échanges découle de conditions relatives à leurs coûts au titre desquels figurent les coûts de fonctionnement du marché, à savoir les coûts d'exclusion ; les coûts d'information ; les coûts de taille et les coûts de comportements[71]. Par là même, en analysant les coûts de transaction et leurs déterminants, la théorie de la firme de Williamson permet de déterminer laquelle des deux institutions, le marché ou l'entreprise sera la plus efficace pour organiser la production[72]. Cette analyse se distingue de la vision néoclassique de la firme sur plusieurs points[73]. Effectivement, dans la théorie, les coûts de transactions résultent de la conjonction d'hypothèses comportementales que sont la rationalité limitée et l'opportunisme. En intégrant à sa théorie la notion de rationalité limitée de Herbert Simon[74], Williamson considère que les agents économiques ont des capacités cognitives limitées dans un environnement complexe et incertain[75]. En effet, face à une situation dont la complexité nécessite un certain degré d'information, l'individu sélectionne l'information qu'il

---

[68] Harold Demsetz, *The Economics of the Business Firm: Seven Critical Commentaries*, Cambridge, Cambridge University Press, 1997 à la p 8.

[69] Richard M. Cyert et Charles L. Hedrick, « Theory of the Firm: Past, Present, and Future; An Interpretation » (1972) 10 *Journal of Economic Literature* 398 à la p 398 ; Richard M. Cyert et James G. March, *A Behavioral Theory of the Firm*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1963 aux pp 4–16.

[70] Claude Ménard, « Inside the Black Box: The Variety of Hierarchical Forms » dans John Groenewegen, dir, *Transaction Cost Economics and Beyond*, Boston, Kluwer Academic Publisher, 1996, 149 à la p 165.

[71] Linda Rouleau, *Théories des organisations : approches classiques, contemporaines et de l'avant-garde*, Québec, Presses de l'Université du Québec, 2007 à la p 103.

[72] Oliver E. Williamson, « The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach » (1981) 87 *The American Journal of Sociology* 548 à la p 549 ; Olivier Weinstein, « Les théories de la firme » (2012) 170 *Idées économiques et sociales* 6 à la p 8.

[73] Benjamin Coriat et Olivier Weinstein, *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Paris, Librairie générale française, 1995 à la p 52.

[74] Herbert A. Simon, « A Behavioral Model of Rational Choice » (1955) 69 *The Quarterly Journal of Economics* 99.

[75] Oliver E. Williamson, « The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach » (1981) 87 *The American Journal of Sociology* 548 à la p 548.

juge pertinente, mais qui est souvent incomplète, car il est soumis à des contraintes de temps ou de moyens qui l'empêchent d'étudier l'ensemble des possibilités offertes[76]. Partant de là, il en déduit que les contrats sont eux-mêmes incomplets puisqu'il est impossible d'anticiper tous les événements possibles et les conséquences des actions des agents économiques[77].

La conséquence majeure des contrats incomplets est qu'ils nécessitent la mise en place de systèmes de contrôle et de surveillance à la fois pendant et après la réalisation du contrat[78]. Pour Williamson, l'incomplétude des contrats va entraîner des comportements opportunistes d'une partie au contrat contre lesquels l'autre doit pouvoir se protéger[79]. Le problème de l'opportunisme se pose avec une acuité particulière lorsque les parties au contrat réalisent des investissements spécifiques, c'est-à-dire non réutilisables en dehors de la transaction, qui les rendent dépendants l'un de l'autre. Dans ce contexte, chacune des parties craint que l'autre accapare le bénéfice de la transaction et qu'il y ait « hold-up »[80]. Soulignons également que les travaux sur les coûts de transaction ont évolué. En effet, l'hypothèse d'opportunisme centrale à la théorie est nuancée par une référence à la notion de confiance[81].

Paragraphe 2. — La théorie des droits de propriété et des contrats incomplets

La théorie des droits de propriété est issue principalement des travaux de Armen A. Alchian et Harold Demetz[82]. Leur approche de la firme vise à démontrer que les droits de

---

[76] Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, *Analyse économique du droit*, 2e éd, Paris, Dalloz, 2008 à la p 29, au para 107.

[77] Benjamin Coriat et Olivier Weinstein, « Les théories de la firme entre "contrats" et "compétences". Une revue critique des développements contemporains » (2010) 129-130 *Revue d'économie industrielle* 57 à la p 60.

[78] Bernard Baudry, *Économie de la firme*, Paris, La Découverte, 2003 à la p 9.

[79] Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, Free Press, 1985 aux pp 47–48.

[80] Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, Free Press, 1985 à la p 54 ; Oliver E. Williamson, « Corporate Governance » (1984) 93 *Yale Law Journal* 1197 à la p 1204.

[81] Oliver E. Williamson, « Calculativeness, Trust, and Economic Organization » (1993) 36 *Journal of Law and Economics* 453 aux pp 463 et s ; Oliver E. Williamson, « Contested Exchange Versus the Governance of Contractual Relations » (1993) 7 *Journal of Economic Perspectives* 103 ; Richard Craswell, « On the Uses of "Trust": Comment on Williamson, "Calculativeness, Trust, and Economic Organization" » (1993) 36 *The Journal of Law and Economics* 487 ; Olivier Boissin, « La construction des actifs spécifiques : une analyse critique de la théorie des coûts de transaction » (1994) 40 *Revue d'économie industrielle* 7 à la p 14.

[82] Armen A. Alchian et Harold Demsetz, « Production, Information Costs and Economic Organization » (1972) 62

propriété agissent sur les comportements individuels et l'efficience des systèmes économiques[83]. Les propos qu'ils développent dans leur contribution visent à résoudre deux problèmes majeurs auxquels est confrontée la théorie économique de l'organisation. En effet, elle explique, d'une part, laquelle des deux structures, la firme ou le marché permet le plus grand gain en matière de spécialisation et de coopération en matière de production et, d'autre part, la structure de l'organisation retenue[84]. Selon eux, la firme est supérieure au marché dans la mesure où elle permet une meilleure évaluation de la productivité individuelle et une meilleure rétribution des travailleurs en garantissant une plus grande efficacité[85].

Selon H. Demetz, les droits de propriété « are an instrument of society and derive their significance from the fact that they help a man form those expectations which he can reasonably hold in his dealings with others »[86]. Les droits de propriété recouvrent deux ensembles, le premier constitué par les droits de propriété à proprement parler sur la chose ou le service et le second constitué par la valeur de ces droits. C'est ce dernier ensemble qui détermine la valeur de ce qui fait l'objet de l'échange[87]. Selon les deux auteurs, les attributs de la propriété, que sont l'exclusivité et la transférabilité, permettent une allocation et une valorisation optimale des ressources[88]. Dès lors, ils explorent le rôle de la firme comme une solution aux difficultés posées par la production en équipe[89]. La firme est ainsi envisagée comme un « centralized contractual agent in a team productive process »[90] et non pas comme une structure autoritaire ou

---

The American Economic Review 777.

[83] Armen A. Alchian et Harold Demsetz, « Production, Information Costs and Economic Organization » (1972) 62 *The American Economic Review* 777 aux pp 783–784.

[84] Armen A. Alchian et Harold Demsetz, « Production, Information Costs and Economic Organization » (1972) 62 *The American Economic Review* 777 à la p 777.

[85] Armen A. Alchian et Harold Demsetz, « Production, Information Costs and Economic Organization » (1972) 62 *The American Economic Review* 777 à la p 781.

[86] Harold Demsetz, « Toward a Theory of Property Rights » (1967) 57 *The American Economic Review* 347 à la p 347.

[87] Harold Demsetz, « Toward a Theory of Property Rights » (1967) 57 *The American Economic Review* 347 à la p 347.

[88] Bruno Tinel, « Que reste-t-il de la contribution d'Alchian et Demsetz à la théorie de l'entreprise ? » (2004) 46 *Cahiers d'économie Politique* 67 à la p 71.

[89] Armen A. Alchian et Harold Demsetz, « Production, Information Costs and Economic Organization » (1972) 62 *The American Economic Review* 777 à la p 777.

[90] Armen A. Alchian et Harold Demsetz, « Production, Information Costs and Economic Organization » (1972) 62 *The American Economic Review* 777 à la p 778.

disciplinaire. Tout comme la théorie des coûts de transaction, la théorie des droits de propriété repose sur plusieurs hypothèses[91]. D'une part, les individus sont motivés par la satisfaction de leur utilité personnelle sans dire pour autant que la maximisation des profits ou de la richesse est l'unique critère de satisfaction de leur utilité[92]. D'autre part, l'information est imparfaite[93] et les coûts de transaction ne sont pas nuls[94].

La supériorité de la firme sur le marché pour l'allocation optimale des ressources est conditionnée par les différentes contributions de chacun des participants. Toutefois, celles-ci ne sont pas aisément identifiables[95]. Il importe donc de mettre en place des mécanismes d'évaluation des contributions et de récompense[96]. C'est dire que la motivation des différents facteurs de production est fonction de la rémunération qu'ils perçoivent[97]. Pour maintenir l'efficacité de la firme, il est important de pouvoir récompenser ceux qui contribuent à la production et de sanctionner ceux qui l'entravent. À cette fin, l'entrepreneur se voit attribuer des droits exclusifs qui l'incitent à exercer cette mission[98]. Autrement dit, l'attribution des gains résiduels des facteurs de production à l'entrepreneur garantit l'efficacité de la production[99]. Par conséquent, l'attribution de droits exclusifs, notamment de contrôle, est essentielle pour protéger le propriétaire de la firme contre l'opportunisme d'autres intervenants.

Développée par Sandford J. Grossman et Oliver D. Hart, la théorie des contrats

---

[91] Eirik G. Furubotn et Svetozar Pejovich, « Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature » (1972) 10 *Journal of Economic Literature* 1137.

[92] Armen A. Alchian et Reuben A. Kessel, « Competition, Monopoly, and the Pursuit of Pecuniary Money » dans National Bureau of Economic Research, *Aspects of Labor Economics*, Princeton, Princeton University Press, 1962, 157.

[93] George J. Stigler, « The Economics of Information » (1961) 69 *Journal of Political Economy* 213.

[94] Harold Demsetz, « The Cost of Transacting » (1968) 82 *The Quarterly Journal of Economics* 33 à la p 33.

[95] Armen A. Alchian et Harold Demsetz, « Production, Information Costs and Economic Organization » (1972) 62 *The American Economic Review* 777 à la p 780 ; Randolp P. McAfee et John McMillan, « Optimal Contracts for Teams » (1991) 32 *International Economic Review* 561 à la p 561.

[96] Yves Simon, « Théorie de la firme et réforme de l'entreprise. Revue de la théorie des droits de propriété » (1977) 28 *Revue économique* 321 à la p 328.

[97] Hubert Gabrié et Jean-Louis Jacquier, *La théorie moderne de l'entreprise : l'approche institutionnelle*, Paris, Economica, 1994 à la p 31.

[98] Edward B. Rock et Michael L. Wachter, « Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1619 à la p 1634.

[99] Armen A. Alchian et Harold Demsetz, « Production, Information Costs and Economic Organization » (1972) 62 *The American Economic Review* 777 aux pp 781–782.

incomplets propose une formalisation des causes et des implications de l'incomplétude contractuelle[100]. Comme pour Williamson, c'est l'impossibilité de prévoir et d'anticiper tous les événements susceptibles de survenir à la conclusion et durant l'exécution du contrat qui est la source de cette incomplétude. La théorie des coûts de transaction et la théorie des contrats incomplets s'accordent sur une opposition entre la firme et le marché, l'existence de rapports d'autorité au sein de la firme[101]. Cependant à la différence de Williamson, Grossman et Hart excluent comme source d'incomplétude la rationalité limitée des agents et l'asymétrie d'information entre les contractants[102]. En effet, sur ce point, ils conservent le postulat de l'économie néoclassique selon lequel les agents sont parfaitement rationnels et maximisateurs[103]. Sous l'angle de la théorie des contrats incomplets, l'incomplétude peut provenir, d'une part, des coûts de transaction associés à la rédaction des clauses contractuelles[104] et, d'autre part, de la non-vérifiabilité par une tierce partie de l'information observable par les deux parties[105].

Selon cette approche, la firme correspond à « all the non-human assets that belong to it, assets that the firm's owner possesses by virtue of being the owner of the firm »[106]. De même, la théorie des droits de propriété insiste sur l'importance d'une définition rigoureuse des droits de propriété pour déterminer l'allocation des actifs et éluder toute situation d'incertitude quant

---

[100] Sanford J. Grossman et Oliver D. Hart, « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration » (1986) 94 *The Journal of Political Economy* 691 ; Oliver Hart et John Moore, « Property Rights and the Nature of the Firm » (1990) 98 *The Journal of Political Economy* 1119.

[101] Oliver D. Hart, « Incomplete Contracts and the Theory of the Firm » (1988) 4 *Journal of Law, Economics, and Organization* 119 aux pp 121–123.

[102] Olivier Weinstein, « Les théories de la firme » (2012) 170 *Idées économiques et sociales* 6 à la p 10.

[103] Oliver Hart, *Firms, Contracts and Financial Structure*, New York, Oxford University Press, 1995, aux pp 80–82 ; Oliver Hart, « Is "Bounded Rationality" an Important Element of a Theory of Institutions? » (1990) 146 *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 696 à la p 700 ; Olivier Weinstein, « Quelques controverses théoriques : l'entreprise dans la théorie économique » (2008) 345 *Cahiers français* 91 à la p 94.

[104] Sanford J. Grossman et Oliver D. Hart, « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration » (1986) 94 *The Journal of Political Economy* 691 à la p 698.

[105] Sanford J. Grossman et Oliver D. Hart, « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration » (1986) 94 *The Journal of Political Economy* 691 à la p 691 ; Oliver Hart et John Moore, « Incomplete Contracts and Renegotiation » (1988) 56 *Econometrica* 755 à la p 761 ; Oliver Hart, *Firms, Contracts, and Financial Structure*, New York, Clarendon Press, 1995 aux pp 71–78.

[106] Oliver Hart, « An Economist's Perspective on the Theory of the Firm » (1996) 8 *Rationality and Society* 371 à la p 372 ; Oliver Hart et John Moore, « Property Rights and the Nature of the Firm » (1990) 98 *The Journal of Political Economy* 1119 aux pp 1119–1120.

à leur usage[107]. En ce sens, la propriété des actifs et les droits de contrôle résiduels permettent de pallier l'incomplétude contractuelle[108]. Ainsi, l'identification de droits résiduels de contrôle justifie que quelqu'un au sein de la firme exerce l'autorité[109]. Dès lors, la propriété confère des droits résiduels sur les actifs, c'est-à-dire le droit de décider de leur usage dans les situations qui n'ont pas été prévues dans le contrat initial[110]. Par conséquent, la propriété « is a source of power when contracts are incomplete (…) [because] incomplete contract will have gaps, missing provisions, or ambiguities, and so situations will occur in which some aspects of the uses of nonhuman assets are not specified »[111].

Paragraphe 3. — La théorie de l'agence

La théorie de l'agence trouve ses origines d'abord dans les travaux d'Adam Smith lorsqu'il aborde l'inefficacité des sociétés dont la direction était confiée à un agent non propriétaire[112]. Puis en 1932 Adolf A. Berle et Gardiner C. Means soutiennent la thèse que la séparation de la propriété et du contrôle est la source d'un problème de divergence d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants[113]. Enfin, ce sont les travaux de Michael Jensen et William Meckling qui popularisent la théorie de l'agence qui vise, en tant que théorie de l'organisation, à expliquer la structure organisationnelle de la « black box » néoclassique en modélisant les rapports des agents et les coûts qui y sont associés[114]. Leurs travaux s'appuient sur les droits de

---

[107] Benjamin Coriat et Olivier Weinstein, « Les théories de la firme entre "contrats" et "compétences". Une revue critique des développements contemporains » (2010) 129-130 *Revue d'économie industrielle* 57 à la p 60.

[108] Oliver Hart, « An Economist's Perspective on the Theory of the Firm » (1996) 8 *Rationality and Society* 371 à la p 372.

[109] Oliver Hart, « An Economist's Perspective on the Theory of the Firm » (1996) 8 *Rationality and Society* 371 à la p 376.

[110] Oliver Hart et John Moore, « Property Rights and the Nature of the Firm » (1990) 98 *The Journal of Political Economy* 1119 à la p 1120.

[111] Oliver Hart, *Firms, Contracts, and Financial Structure*, New York, Clarendon Press, 1995 à la p 29.

[112] Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Londres, Methuen & Co Ltd, 1904, en ligne : <http://www.econlib.org/library/Smith/smWN.html>.

[113] Adolf A. Berle et Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1932.

[114] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 ; sur les travaux antérieurs à l'origine de la formalisation de la théorie économique de l'agence, voir Stephen A. Ross, « The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem » (1973) 63 *The American Economic Review* 134 ; Michael Spence et Richard Zeckhauser,

propriété[115] et définissent la firme selon une théorie positive de l'agence[116]. À la suite des travaux de Armen Alchian et Harold Demetz[117], la théorie de l'agence a caractérisé la firme comme « un nœud de contrats » bilatéraux, c'est-à-dire une fiction légale qui regroupe un ensemble de relations contractuelles entre des individus telles que représentées à la figure 2[118].

« Insurance, Information, and Individual Action » (1971) 61 *American Economic Review* 380 ; Barry M. Mitnick, « Fiduciary Rationality and Public Policy: The Theory of Agency and Some Consequences » (1973), Annual Meeting of the American Political Science Association, New Orleans, en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=1020859>.

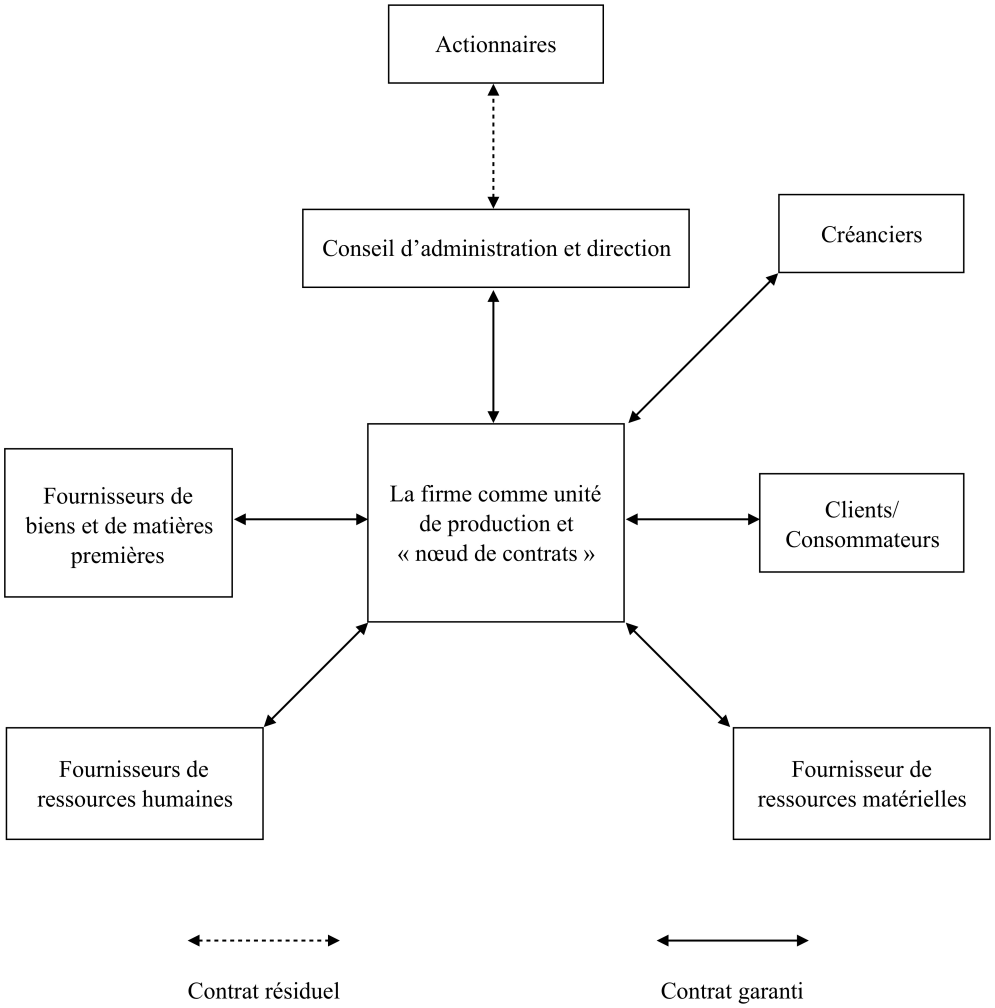
[115] Eirik G. Furubotn et Svetozar Pejovich, « Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature » (1972) 10 *Journal of Economic Literature* 1137.

[116] Stephen A. Ross, « The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem » (1973) 63 *The American Economic Review* 134 ; Bernard Baudry et Virgile Chassagnon, *Les théories économiques de l'entreprise*, Paris, La Découverte, 2014 à la p 18.

[117] Armen A. Alchian et Harold Demsetz, « Production, Information Costs and Economic Organization » (1972) 62 *The American Economic Review* 777.

[118] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 à la p 310 ; E. Merrick Dodd, « For Whom Are Corporate Managers Trustees? » (1932) 45 *Harvard Law Review* 1145 à la p 1146 ; Didier Chabaud, *Les grands auteurs en économie des organisations*, Cormelles-le-Royal, Éditions EMS, 2008 à la p 15 (tableau 1).

Figure 2. — Représentation de la firme comme « nœuds de contrats »



Source : Thomas Donaldson et Lee E. Preston, « The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications » (1995) 20 *The Academy of Management Review* 65 à la p 69

Par l'entremise de cette fiction, les agents décident contractuellement de la mise en œuvre de leurs apports en vue d'assurer leurs rendements et de décider de la répartition des gains ainsi obtenus[119]. Chaque groupe négocie avec la société des droits qui doivent protéger les actifs qu'ils mettent à la disposition de la firme pour qu'elle remplisse sa fonction de production[120].

---

[119] Eugene F. Fama, « Agency Problems and the Theory of the Firm » (1980) 88 *The Journal of Political Economy* 288 à la p 290.

[120] John R. Boatright, « Contractors as Stakeholders: Reconciling Stakeholder Theory with the Nexus-of-Contracts

La théorie de l'agence complète ainsi la théorie des droits de propriété et concentre ses prescriptions sur l'élaboration de schémas contractuels incitatifs pour les différentes situations rencontrées au sein de l'organisation capitaliste[121]. Selon les auteurs, l'analyse de la structure contractuelle de la firme capitaliste, notamment de la société par actions, témoigne de son efficience supérieure par rapport au marché[122]. Pour la théorie de l'agence, la firme n'a pas de véritable existence et le concept de propriété n'a aucune utilité[123]. De même, les frontières de la firme importent peu puisqu'il n'y a pas de distinction entre ce qui est à l'intérieur de la firme et ce qui lui est extérieur[124]. Enfin, il n'y a pas de différence entre la firme et le marché, car les transactions qui s'opèrent sur le marché ou au sein de la firme sont de même nature[125]. Puisque la firme est envisagée comme l'enceinte à de multiples relations contractuelles, ce sont les contrats qui jouent un rôle déterminant dans le comportement des agents et de l'organisation puisqu'ils spécifient les conditions de rétribution et les coûts découlant de l'activité de la firme[126].

La théorie de l'agence permet une analyse des caractéristiques propres à la société par actions[127]. Dans un contexte coopératif, le partage de risque soulève des difficultés lorsque les parties adoptent des attitudes différentes, voire opposées[128]. En s'appuyant à la fois sur les droits de propriété et le modèle principal-agent, elle se veut un outil théorique pour la gestion de la firme et de ses dirigeants en mettant l'accent sur une logique de coordination et de contrôle[129].

Firm » (2002) 26 *Journal of Banking and Finance* 1837 à la p 1837.

[121] Jean-Michel Plane, *Théorie des Organisations*, 3e éd, Paris, Dunod, 2008 à la p 66.

[122] Olivier Weinstein, « Les théories de la firme » (2012) 170 *Idées économiques et sociales* 6 à la p 9.

[123] Eugene F. Fama, « Agency Problems and the Theory of the Firm » (1980) 88 *The Journal of Political Economy* 288 à la p 290.

[124] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 à la p 311.

[125] Oliver Weinstein, « The Current State of the Economic Theory of the Firm: Contractual, Competence-Based and Beyond » dans Yuri Biondi, Arnaldo Canziani et Thierry Kirat, dir, *The Firm as an Entity: Implications for Economics, Accounting and the Law*, New York, Routledge, 2007, 21 aux pp 34–35.

[126] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination » (1979) 52 *The Journal of Business* 469 à la p 470.

[127] Benjamin Coriat et Olivier Weinstein, « Les théories de la firme entre "contrats" et "compétences". Une revue critique des développements contemporains » (2010) 129-130 *Revue d'économie industrielle* 57 à la p 65.

[128] Kathleen M. Eisenhardt, « Control: Organizational and Economic Approaches » (1985) 31 *Management Science* 134.

[129] Gérard Charreaux, « Jensen : la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la

En effet, l'embauche de dirigeants par les actionnaires pour la réalisation de l'objectif de maximisation la valeur de la firme, et la délégation des droits de gestion qui en découle, est une source de conflits d'intérêts. Cette séparation des fonctions au sein de la société par actions n'est pas sans rappeler la dichotomie entre la propriété et le contrôle de la firme présentée dans l'ouvrage *The Modern Corporation and Private Property*[130]. Dans leur ouvrage, les auteurs considèrent que la firme capitaliste moderne revêt une caractéristique nouvelle, celle de la séparation de la propriété et du contrôle qui a contribué à la polarisation contradictoire des rôles entre gestionnaires et propriétaires et à une divergence d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants[131]. Cette séparation de la fonction décisionnaire d'avec la fonction de « porteur du risque » perdure, car elle procure de nombreux avantages. En effet, selon Jensen et Meckling, la délégation de l'autorité qui s'opère au sein de la firme permet de faire face à la complexité organisationnelle et la dispersion des connaissances spécifiques[132]. Leur approche vise donc principalement à résoudre les problèmes issus de la relation d'agence entre le dirigeant et les actionnaires[133]. Dès lors, la théorie est principalement préoccupée par le conflit créé lorsqu'une personne agit pour le compte d'une autre[134].

Afin de limiter les divergences d'intérêts, différents incitatifs et mécanismes de contrôle doivent être mis en œuvre afin de garantir un haut degré de confiance et de loyauté entre les parties[135]. Cependant, ces différents mécanismes de contrôle et d'incitation ont des coûts dits

---

gouvernance des organisations » dans Didier Chabaud, Jean-Michel Glachant, Claude Parthenay et al, dir, *Les grands auteurs en économie des organisations*, Cormelles-Le-Royal, Éditions EMS, 2008, 227 à la p 227.

[130] Adolf A. Berle et Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1932.

[131] Adolf A. Berle et Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1932 à la p 6.

[132] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Specific and General Knowledge, and Organizational Structure » (1995) 8 *Journal of Applied Corporate Finance* 4 ; Benjamin Coriat et Olivier Weinstein, « Les théories de la firme entre "contrats" et "compétences". Une revue critique des développements contemporains » (2010) 129-130 *Revue d'économie industrielle* 57 à la p 66.

[133] Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Separation of Ownership and Control » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 301 aux pp 301–302.

[134] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 à la p 308.

[135] Lucian A. Bebchuk et Jesse M. Fried, « Executive Compensation as an Agency Problem » (2003) 17 *Journal of Economic Perspectives* 71 aux pp 71–73.

d'agence. D'abord, des dépenses de surveillance et d'incitation pour orienter la conduite du dirigeant. Puis des coûts d'obligation afin de s'assurer que l'agent ne prend pas certaines actions qui pourraient léser les actionnaires[136]. Toutefois, il est impossible d'obtenir un alignement parfait entre la performance de l'agent et les préférences du principal et toute divergence est présentée comme une perte résiduelle[137]. Dans cette perspective, le système de gouvernance a pour fonction de réduire les divergences d'intérêts par la mise en œuvre, d'une part, de mécanismes intentionnels, tels que le conseil d'administration, le régime de rémunération, le droit de vote des actionnaires et, d'autre part, de mécanismes spontanés, comme le marché des dirigeants et des prises de contrôle[138].

Sous-section 2. — Les représentations alternatives de la firme

Bien que la vision contractuelle de la firme se soit imposée comme l'orthodoxie de la théorisation de la firme, d'autres représentations insistent davantage sur la nature des relations, les intérêts des différents intervenants et le rôle de la firme dans la création de ressources cognitives et de compétences spécifiques.

Paragraphe 1. — La représentation institutionnelle

À l'inverse de l'approche contractuelle, la représentation institutionnelle conçoit la firme autrement qu'une simple agrégation de rapports contractuels entre une pluralité d'individus[139]. Autrement dit, elle présente une conception substantielle de l'entreprise où la firme n'a pas

---

[136] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 à la p 308.

[137] D. Gordon Smith, « The Role of Shareholders in the Modern American Corporation » dans Claire A. Hill et Brett H. McDonnell, dir, *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Northampton, Edward Elgar, 2012, 52 à la p 55.

[138] Gérard Charreaux, dir, *Le Gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*, Paris, Economica, 1997 à la p 427 ; Eugene F. Fama, « Agency Problems and the Theory of the Firm » (1980) 88 *The Journal of Political Economy* 288 aux pp 292 et 294 ; Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 à la p 323.

[139] Antoine Jeammaud, Thierry Kirat et Marie-Claire Villeval, « Les règles juridiques, l'entreprise et son institutionnalisation : au croisement de l'économie et du droit » (1996) *Revue internationale de droit économique* 99.

seulement une fonction de réduction des coûts de transaction ou de coordination des comportements spontanés des agents comme cela est le cas pour la théorie des jeux[140]. Au sein de la doctrine juridique, ce sont les travaux du doyen Maurice Hauriou qui ont formalisé la théorie de l'institution et qui en font une contribution essentielle à la théorie du droit[141]. Son essor provient certainement du fait que :

> L'institution n'est qu'un mot nouveau pour signifier la reprise en considération, et même la reprise en honneur, d'une foule d'entités juridiques alors comprises sous des dénominations équivalentes, que le droit postérieur a spécifiées pour les refouler sur des concepts univoques, et abolir, dans l'ordre juridique, toutes les réalités non empaquetées dans ces concepts [telle la société][142].

Le droit des sociétés lui-même témoigne du caractère institutionnel de l'entreprise. Bien que l'origine de l'entreprise soit associée à l'existence d'un contrat de société, elle devient par la suite autre chose qu'un construit contractuel. D'une part, elle dispose d'une personnalité juridique et, d'autre part, la prise de décision échappe au contrat pour reposer sur une procédure établie par ses statuts[143]. Selon la doctrine française, la société par actions est « une série de rattachements individuels à un ensemble, à un bloc qui est l'entreprise elle-même : par-là l'idée de personnalité rentre en scène »[144]. Dès lors, réuni en assemblée, l'actionnaire ne vote pas pour lui-même, mais pour « la volonté supérieure de la compagnie »[145]. Certes, la société est un contrat, mais elle est également une personne « et comme les actionnaires ont fait sortir de leur réunion un être nouveau qui se superpose à eux, cet être a acquis la faculté de se mouvoir par lui-même, d'apporter à l'organisation de son industrie les modifications qu'un commerçant

---

[140] Bernard Walliser, « Théorie des jeux et genèse des institutions » (1989) 55 *Recherches Économiques de Louvain* 339 à la p 339 ; Bernard Walliser, « Théorie des jeux et institutions » (2003) 44 *Cahiers d'économie Politique* 165 à la p 169.

[141] Éric Millard, « Hauriou et la théorie de l'institution » (1995) 30-31 *Droit et Société* 381 à la p 382.

[142] Georges Renard, *La philosophie de l'institution*, Paris, Recueil Sirey, 1939 à la p 61 ; pour une revue critique de la littérature Georges Renard, « De l'institution à la conception analogique du droit » (1935) 5 *Archives de philosophie du droit et de sociologie juridique* 81.

[143] Antoine Rebérioux, « La nature institutionnelle de l'entreprise. Confrontation des points de vue juridique et conventionnaliste » dans François Eymard-Duvernay, dir, *L'économie des conventions, méthodes et résultats. Tome 2. Développements*, Paris, La Découverte, 2006, 275 à la p 277.

[144] Cass civ, 30 mai 1982, D 1893 I 105 (note Eugène-Edmond Thaller) à la p 107.

[145] Cass civ, 30 mai 1982, D 1893 I 105 (note Eugène-Edmond Thaller) à la p 108.

individu établirait dans sa propre maison »[146]. Sans pour autant opposer l'institution au contrat en droit des sociétés, on constate en doctrine l'existence d'une position intermédiaire. En effet, certains auteurs ont opté pour une synthèse entre la théorie contractuelle et la théorie institutionnelle. Ainsi, en matière de sociétés anonymes, l'institution naît du contrat. Le contrat est l'acte générateur, l'institution l'objet créé[147].

Le passage du contractuel à l'institutionnel est donc conforté par la personnalité qui « est la plénitude de l'existence institutionnelle »[148] et qui témoigne d'un détachement du contrat des fondateurs pour acquérir une autonomie. Selon Maurice Hauriou, l'institution est donc « une idée d'œuvre ou d'entreprise qui se réalise et dure juridiquement dans un milieu social ; pour la réalisation de cette idée, un pouvoir s'organise qui lui procure des organes ; d'autre part, entre les membres du groupe social intéressé à la réalisation de l'idée, il se produit des manifestations de communion dirigées par les organes du pouvoir et réglées par des procédures »[149]. En ce sens, l'autonomie de « l'institution corporative » se manifeste par les relations qu'elle entretient aussi bien en son sein qu'avec l'extérieur et qui font de l'institution un cadre générateur de droit sous des formes disciplinaire, coutumière, statutaire et légale[150]. Dans le même ordre d'idée, les institutionnalistes envisagent la société comme un groupement organisé autour d'un objectif commun et dont l'action collective est animée d'une solidarité entre tous ses membres[151]. À l'autonomisation de la société par rapport à ses membres s'ajoute également la défense d'un objectif commun confié à la direction. En effet, cette dernière est « indépendante du capital »[152] et doit avoir une gestion respectueuse des intérêts de chacun et non pas seulement des actionnaires[153]. Comme nous le verrons par la suite, les devoirs fiduciaires contribuent à cette

---

[146] Cass civ, 30 mai 1982, D 1893 I 105 (note Eugène-Edmond Thaller).

[147] Jean Van Ryn, *Principes de droit commercial*, Bruxelles, Bruylant, 1954 à la p 206, n 302.

[148] Georges Renard, *La théorie de l'institution : essai d'ontologie juridique*, Paris, Recueil Sirey, 1930 à la p 437.

[149] Maurice Hauriou, « La théorie de l'institution et de la fondation (essai de vitalisme social) » (1933) 23 *Cahiers de la nouvelle journée* 89 à la p 96.

[150] Santi Romano, *L'ordre juridique*, 2e éd, Paris, Dalloz, 1975 à la p 22 ; pour un développement sur le régime corporatif comme mode d'organisation sociale Jean Brethe de la Gressaye, « La corporation et l'État » (1939) 1938 *Archives de philosophie du droit et de sociologie juridique* 78.

[151] Paul Durant, *Traité de droit du travail. Tome 1*, Paris, Dalloz, 1947 à la p 339 ; Georges Ripert, *Aspect juridique du capitalisme moderne*, 2e éd, Paris, LGDJ, 1951 à la p 275.

[152] Georges Ripert, *Aspect juridique du capitalisme moderne*, 2e éd, Paris, LGDJ, 1951 à la p 285.

[153] Antoine Rebérioux, « La nature institutionnelle de l'entreprise. Confrontation des points de vue juridique et

institutionnalisation de la firme puisque la responsabilité des dirigeants est engagée à l'encontre de la société et non pas de ses actionnaires[154].

En définitive, la représentation institutionnelle de l'entreprise a permis l'édification d'une entité autonome créée aux fins d'un objectif commun pour dépasser une conception en termes de rapports contractuels interindividuels. Cette vision institutionnelle de la firme et d'une finalité respectueuse des intérêts qui la composent a contribué à une représentation élargie de la société[155]. Envisagée comme institution, le courant institutionnaliste a identifié le lien particulier qui lie la société à ses parties prenantes. De la sorte, le comportement maximisant de la firme issue de l'orthodoxie économique a été remis en cause afin d'élargir la prise en compte d'autres intérêts pour la gestion des sociétés[156].

Paragraphe 2. — La représentation partenariale

Du constat de la firme aux relations plurales naît la théorie des parties prenantes. La première formalisation de la théorie des parties prenantes a été l'œuvre de Edward Freeman avec la publication de *Strategic Management: A Stakeholder Approach*[157], qui marque une nouvelle approche en gestion de l'organisation capitaliste[158] :

> Just as the separation of the owner-manager-employee required a rethinking of the concept of control and private property as analyzed by Berle and Means (1932), so does the emergence of numerous stakeholder groups and new strategic issues require a rethinking of our traditional picture of the firm[159].

Communément, le terme « stakeholder » désigne toutes personnes ou tous groupes, dans

---

conventionnaliste » dans François Eymard-Duvernay, dir, *L'économie des conventions, méthodes et résultats. Tome 2. Développements*, Paris, La Découverte, 2006, 275 à la p 279.

[154] Margaret M. Blair et Lynn A. Stout, « A Team Production Theory of Corporate Law » (1999) 85 *Virginia Law Review* 247 aux pp 292–293.

[155] Jean-Philippe Robé, « L'entreprise en droit » (1995) 29 *Droit et Société* 117 à la p 120.

[156] Samuel Mercier, « La théorie des parties prenantes : une synthèse de la littérature » dans Maria Bonnafous-Boucher et Yvon Pesqueux, dir, *Décider avec les parties prenantes*, Paris, La Découverte, 2006, 157 à la p 157.

[157] R. Edward Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman, 1984.

[158] R. Edward Freeman et David L. Reed, « Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance » (1983) 25 *California Management Review* 88 ; Kenneth E. Goodpaster, « Business Ethics and Stakeholder Analysis » (1991) 1 *Business Ethics Quarterly* 53 à la p 54.

[159] R. Edward Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman, 1984 à la p 24.

l'organisation ou en lien avec elle, avec ou sans participation dans l'entreprise, qui sont susceptibles d'affecter ou d'être affectés par les décisions prises en vue de réaliser l'intérêt de la société[160]. Le terme même de partie prenante a une origine antérieure puisqu'on le retrouve dans une publication de 1952 puis dans une note interne au Stanford Research Institute en 1963[161]. En théorie, le concept a été intégré par de nombreuses disciplines et la théorie a elle-même fait l'objet de plaidoyers et de réquisitoires qui ont entretenu un certain flou autour de la théorie, de ses dimensions et concepts[162]. Par ailleurs, la théorie est confrontée à des difficultés d'opérationnalisation, notamment due au fait qu'elle vise des intérêts contradictoires et que la théorie ne propose pas de recommandations quant à leur gestion ou priorisation[163]. La théorie des parties prenantes sert aujourd'hui de fondement à une logique dynamique et élargie de la vision classique de la firme, qui voudrait que l'entreprise n'ait pas que pour seule responsabilité la maximisation de la richesse des actionnaires[164]. En effet, la figure 3 représente l'entreprise au regard de la théorie des parties prenantes qui « transforme l'entreprise du statut d'outil de production au service de l'avoir de ses actionnaires en un acteur socialisé face à un environnement composé de différentes parties prenantes, où les actionnaires occupent une place de choix, mais pas une place unique »[165].

---

[160] Kenneth E. Goodpaster, « Business Ethics and Stakeholder Analysis » (1991) 1 *Business Ethics Quarterly* 53 à la p 54.

[161] Theodore H. Silbert, « Financing and Factoring Accounts Receivable » (1952) 30 *Harvard Business Review* 39 à la p 47 ; R. Edward Freeman, Jeffrey S. Harrison, Andrew C. Wicks, Bidhan L. Parmar et Simone de Colle, *Stakeholder Theory: The State of the Art*, Cambridge, Cambridge University Press, 2010 aux pp 30–31.

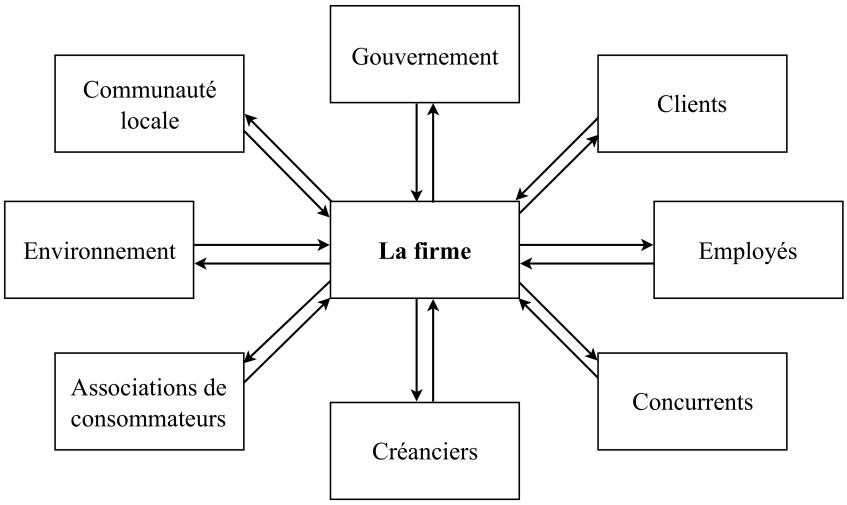
[162] Thomas Donaldson et Lee E. Preston, « The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications » (1995) 20 *The Academy of Management Review* 65 à la p 66.

[163] Eric W. Orts et Alan Strudler, « The Ethical and Environmental Limits of Stakeholder Theory » (2002) 12 *Business Ethics Quarterly* 215 à la p 218.

[164] Robert A. Phillips, « Stakeholder Theory and A Principle of Fairness » (1997) 7 *Business Ethics Quarterly* 51 à la p 51.

[165] Jean Pasquero, « Entreprise, Développement durable et théorie des parties prenantes : esquisse d'un arrimage socio-constructionniste » (2008) 12 *Management International* 27 à la p 35.

Figure 3. — Relations entre la firme et ses parties prenantes



Source : Thomas Donaldson et Lee E. Preston, « The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications » (1995) 20 *The Academy of Management Review* 65 à la p 69 ; R. Edward Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman, 1984 à la p 25

La théorie des parties prenantes avance une série de propositions qui visent à rendre les dirigeants responsables à l'égard des parties prenantes de la société. En tant que théorie alternative à l'approche contractuelle de la firme, elle repose sur quatre prémisses[166]. Tout d'abord, l'entreprise entretient des relations avec différents groupes qui affectent ou qui sont affectés par ses décisions[167]. Ensuite, la théorie insiste donc sur le processus décisionnel et ses implications sur les parties prenantes. Puis, les revendications de chacune d'elles sont considérées être de nature équivalente[168]. Enfin, la théorie se focalise sur le processus décisionnel mis en place et observé par les dirigeants[169]. Traditionnellement, les propositions avancées par la théorie peuvent être distinguées selon qu'elles sont d'ordre descriptif, instrumental et normatif[170]. Dans sa dimension descriptive, la théorie présente l'organisation

[166] Thomas M. Jones et Andrew C. Wicks, « Convergent Stakeholder Theory » (1999) 24 *The Academy of Management Review* 206 à la p 207.

[167] R. Edward Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman, 1984 aux pp 46, 49.

[168] Max B. E. Clarkson, « A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance » (1995) 20 *The Academy of Management Review* 92 à la p 112.

[169] Thomas Donaldson et Lee E. Preston, « The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications » (1995) 20 *The Academy of Management Review* 65 à la p 70 et s.

[170] Thomas Donaldson et Lee E. Preston, « The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and

comme un ensemble d'intérêts communs et concurrentiels[171]. Cette dimension peut se confondre avec la dimension instrumentale puisqu'en identifiant les parties prenantes elle envisage de les gérer[172]. Dès lors, la théorie mesure l'influence des parties prenantes et en opère une gestion en lien avec les objectifs organisationnels de profitabilité, de croissance et de pérennité[173]. Et du point de vue normatif, la théorie dresse une grille de lecture des motivations éthiques selon laquelle les dirigeants devraient tenir compte des intérêts des parties prenantes[174]. L'approche normative favorise ainsi l'émergence d'une théorie éthique de l'entreprise lorsqu'elle envisage la mise en œuvre d'une responsabilité à l'égard des parties prenantes[175]. Mentionnons que des tentatives ont visé à intégrer cette théorie à la théorie de l'agence[176] ou à arrimer le concept de partie prenante à la théorie des coûts de transaction[177].

Afin de faciliter l'opérationnalisation de la théorie, des classifications ont été mises en place afin de faciliter l'identification et la prise en compte des revendications partenariales. Classiquement, on distingue entre les parties prenantes primaires et les parties prenantes secondaires[178]. Comme l'illustre la figure 4 ci-dessous, les premières sont présentées comme indispensables à la vie de l'organisation et comprennent les actionnaires, les investisseurs, les employés et les consommateurs, mais aussi les gouvernements et communautés qui mettent à disposition de la firme des ressources et des infrastructures. Quant à elles, les parties prenantes secondaires ont un lien d'interdépendance moindre avec l'entreprise et sont constituées de tout

---

Implications » (1995) 20 *The Academy of Management Review* 6 aux pp 70–71.

[171] Geoff Moore, « Tinged Shareholder Theory: Or What's so Special About Stakeholders? » (1999) 8 *Business Ethics: A European Review* 117 à la p 117.

[172] Maria Bonnafous-Boucher et Jacob Dahl Rendtorff, *La théorie des parties prenantes*, Paris, La Découverte, 2014 à la p 29.

[173] Thomas M. Jones et Andrew C. Wicks, « Convergent Stakeholder Theory » (1999) 24 *The Academy of Management Review* 206 à la p 208.

[174] Loréa Hirèche et Bahae El Mourabet, « Éthique et gestion des ressources humaines : une revue critique de la littérature théorique et empirique » (2007) 2 *Revue de l'organisation responsable* 51 aux pp 55–56.

[175] Joseph W. Weiss, *Business Ethics: A Stakeholder and Issues Management Approach*, 5e éd, Mason, South-Western, 2008.

[176] Charles W. L. Hill et Thomas M. Jones, « Stakeholder-Agency Theory » (1992) 29 *Journal of Management Studies* 131.

[177] R. Edward Freeman et William M. Evan, « Corporate Governance: A Stakeholder Interpretation » (1990) 19 *Journal of Behavioral Economics* 337.

[178] Archie B. Carroll et Ann K. Buchholtz, *Business and Society: Ethics and Stakeholder Management*, 4e éd, Cincinnati, South-Western, 2000 aux pp 66–70.

groupe dont les actions affectent ou sont affectées par les activités de l'entreprise, mais dont le rôle n'est pas indispensable à sa vie économique[179]. De manière analogue, d'autres classifications ont été élaborées à partir d'une double définition du concept de partie prenante[180]. D'une part, au sens large, le concept englobe toutes les parties prenantes qu'il s'agisse de groupes amicaux ou inamicaux et, d'autre part, au sens strict, ne sont visées que les parties prenantes indispensables à la survie de l'entreprise. Une autre catégorisation des parties prenantes a été établie en fonction de trois attributs : leur pouvoir sur la firme ; la légitimité de leur relation avec la firme ; et l'urgence de leur revendication[181]. Quelle que soit la classification retenue, la théorie des parties prenantes prend une dimension stratégique. En effet, les parties prenantes sont ainsi appréhendées et priorisées au regard des buts poursuivis par l'entreprise et ses dirigeants. En ce sens, l'intégration des intérêts et des droits d'autres parties prenantes que les actionnaires dans la gouvernance de la société est orientée par les bénéfices qui en résulteront pour la performance de la firme[182].

---

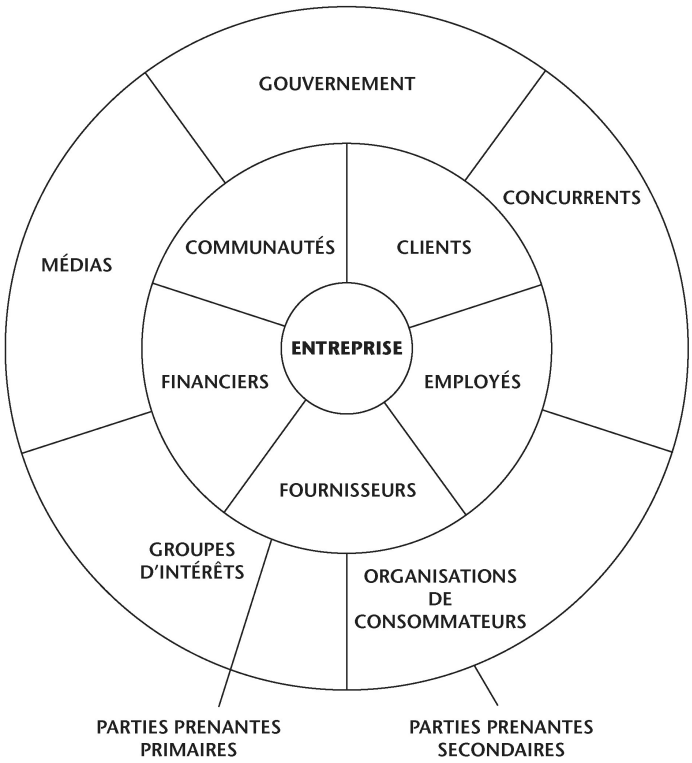
[179] Max B. E. Clarkson, « A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance » (1995) 20 *The Academy of Management Review* 92 aux pp 106–107.

[180] R. Edward Freeman et David L. Reed, « Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance » (1983) 25 *California Management Review* 88 à la p 91.

[181] Ronald K. Mitchell, Bradley R. Agle et Donna J. Wood, « Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts » (1997) 22 *The Academy of Management Review* 853 à la p 854.

[182] Kevin Gibson, « The Moral Basis of Stakeholder Theory » (2000) 26 *Journal of Business Ethics* 245 aux pp 245–246.

Figure 4. — Représentation partenariale de la firme



Source : R. Edward Freeman, Jeffrey S. Harrison, Andrew C. Wicks, *Managing for Stakeholders: Survival, Reputation, and Success*, New Haven, Yale University Press, 2007 aux pp 7, 51 ; Maria Bonnafous-Boucher et Jacob Dahl Rendtorff, *La théorie des parties prenantes*, Paris, La Découverte, 2014 à la p 14

Manifestement, cette théorie offre une représentation alternative de la firme tout en restant conforme à la place privilégiée accordée aux actionnaires par la théorie économique. De cette façon, les intérêts et les revendications partenariales sont appréhendés en fonction de ce qu'ils apportent aux intérêts de la société et de ses actionnaires[183]. Dans cette perspective, la théorie des parties prenantes n'a pas d'autre objectif que de contribuer à l'amélioration de la performance de l'organisation, sans impliquer pour autant que l'on puisse en déduire une quelconque responsabilité sociale de la part de l'entreprise[184]. Ultimement, la complémentarité

[183] Kenneth E. Goodpaster, « Business Ethics and Stakeholder Analysis » (1991) 1 *Business Ethics Quarterly* 53 à la p 59.
[184] Jonh Hasnas, « The Normative Theories of Business Ethics: A Guide for the Perplexed » (1998) 8 *Business Ethics Quarterly* 19 à la p 25.

des dimensions descriptive, instrumentale et normative permet, d'une part, de représenter adéquatement la réalité de la firme et des liens qu'elle entretient avec ses parties prenantes, d'autre part, de mettre en place une structure de gouvernance respectueuse de l'objectif de création de valeur actionnariale et enfin, de reconnaître des intérêts légitimes à être pris en compte dans le processus décisionnel de la société[185].

Paragraphe 3. — La représentation cognitive

La représentation cognitive de la firme se présente comme une théorie de l'organisation à revers de l'orthodoxie économique. En effet, son analyse réfère aux connaissances, aux compétences et aux apprentissages qui se forment, sont mis en œuvre, conservés, diffusés et développés par l'organisation[186]. Le potentiel théorique de la firme envisagée comme un ensemble de compétences et de connaissances tire son origine des travaux de Edith Penrose[187]. Selon l'auteure, la firme « is a collection of productive resources (human and non-human) under administrative coordination and authoritative communication that produces goods and services for sale in the market for a profit »[188]. La firme apparaît ainsi comme une structure coordonnée de compétences, lesquelles peuvent contribuer au développement économique[189]. La représentation de la firme fondée sur les ressources a ensuite convergé avec la théorie évolutionniste de la firme dont le point de départ est l'ouvrage de Richard Nelson et Sidney Winter de 1982, *An Evolutionary Theory of Economic Change*[190].

Ces théories visent à expliquer la diversité des firmes par les compétences et les

---

[185] Thomas Donaldson et Lee E. Preston, « The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications » (1995) 20 *The Academy of Management Review* 65 aux pp 71–72.

[186] Olivier Weinstein et Nicole Azoulay, « Les compétences de la firme » (2000) 93 *Revue d'économie industrielle* 117 à la p 119.

[187] Edith T. Penrose, *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford, Blackwell, 1959.

[188] Edith T. Penrose, *The Theory of the Growth of the Firm*, 4e éd, New York, Oxford University Press, 2009 à la p 18.

[189] Brian J. Loasby, « A Cognitive Perspective on Entrepreneurship and the Firm » (2007) 44 *Journal of Management Studies* 1078 à la p 1100.

[190] Richard Nelson et Sidney Winter, *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge, Belknap Press of Harvard University Press, 1982.

connaissances spécifiques qu'elles produisent et accumulent[191]. L'approche cognitive présente la firme comme un « nœud de compétences » ou un « processeur de connaissances »[192]. Il y a donc une opposition entre la firme « nœud de contrats » et la firme « nœud de compétences » puisque selon la première « [f]irms and other institutions are alternative bundles of contracts, understood as efficient mechanisms for creating and realigning incentives » alors que selon la seconde la firme permet une « qualitative coordination, that is, in helping cooperating parties to align not their incentives but their knowledge and expectations »[193].

Les compétences et les connaissances occupent une place centrale au sein de cette approche. En effet, ce sont les compétences, les connaissances et les capacités d'apprentissage de la firme qui lui permettent de s'adapter à son environnement[194]. Dans cette perspective, la connaissance et l'apprentissage sont fondamentaux puisqu'ils conditionnent la capacité de l'organisation à coordonner et apprendre. Autrement dit, la spécificité de chaque firme provient de sa capacité à gérer des activités spécifiques à partir d'un ensemble de savoir-faire, d'actifs complémentaires et de routines organisationnelles[195]. Pour s'adapter à son environnement, la firme met donc en place des procédures et des règles qui facilitent la coordination entre les individus et permettent de maintenir la cohérence des actions et des décisions prises[196]. En ce sens, la compétence correspond aussi bien à « un savoir-faire lors de la résolution de problèmes portant sur le rapport de la firme à son environnement, mais aussi un savoir-faire et des règles

---

[191] Giovanni Dosi et Luigi Marengo, « Some Elements of an Evolutionary Theory of Organizational Competencies » dans Nicolai J. Foss, dir, *The Theory of the Firm: Critical Perspectives on Business and Management*, vol 4, New York, Routledge, 2000, 50 à la p 51 ; Richard R. Nelson, « Why Do Firms Differ, and How Does It Matter? » (1991) 12 *Strategic Management Journal* 61.

[192] Olivier Weinstein, « Les théories de la firme » (2012) 170 *Idées économiques et sociales* 6 à la p 11 ; Patrick Cohendet et Patrick Llerena, « La conception de la firme comme processeur de connaissances » (1999) 88 *Revue d'économie industrielle* 211 à la p 214 ; Martin Fransman, « Information, Knowledge Vision and Theories of the Firm » (1994) 3 *Industrial and Corporate Change* 713 à la p 715.

[193] Richard N. Langlois et Nicolai J. Foss, « Capabilities and Governance: The Rebirth of Production in the Theory of Economic Organization » (1996) 52 *Kyklos* 201 aux pp 201, 206.

[194] David J. Teece, Gary Pisano et Amy Shuen, « Dynamic Capabilities and Strategic Management » (1997) 18 *Strategic Management Journal* 509 aux pp 510, 515.

[195] Giovanni Dosi et David J. Teece, « Organizational Competencies and the Boundaries of the Firm » dans Richard Arena et Christian Longhi, dir, *Markets and Organizations*, New York, Springer, 2017, 281 à la p 284.

[196] Bernard Baudry et Virgile Chassagnon, *Les théories économiques de l'entreprise*, Paris, La Découverte, 2014 à la p 57.

régissant les rapports internes à la firme »[197]. Par conséquent, ce sont les compétences propres de la firme qui conditionnent le choix entre l'internalisation d'une activité ou le recours au marché[198]. Les routines tout comme les compétences réfèrent à un processus répétitif et programmatique[199]. Compte tenu de la diversité des compétences et des connaissances, sur les plans individuels et collectifs, des conflits surgissent au sein de la firme. Dès lors, les routines organisationnelles ont un rôle clé pour soutenir le processus décisionnel au sein de l'organisation[200].

À l'inverse de l'approche contractuelle qui insiste sur une dimension incitative pour régler les problèmes liés aux asymétries d'informations et à l'opportunisme, l'approche cognitive quant à elle privilégie le rôle des connaissances dans la création de valeur pour la société[201]. Puisque les connaissances sont au cœur de cette représentation, le processus d'apprentissage organisationnel est crucial. De plus, compte tenu de la diversité des motivations à l'action des agents, la coopération est cruciale pour le bon déroulement de ce processus et permettre que les connaissances individuelles s'agrègent de manière cohérente dans le collectif[202]. En ce sens, la firme doit permettre la mise en place de mécanismes qui facilitent la coopération et la médiation institutionnelle entre les agents, mais dans un sens différent de celui retenu par la théorie des jeux[203]. En effet, les mécanismes doivent permettre la coopération alors

---

[197] Luigi Marengo, « Apprentissage, compétences et coordination dans les organisations » dans Nathalie Lazaric et Jean-Marie Monnier, dir, *Coordination économique et l'apprentissage des firmes*, Paris, Economica, 1995, 38 citant Alain Alcouffe et Souhaila Kammoun, « Une approche économique des compétences de la firme : vers une synthèse des théories néo-institutionnelles et évolutionnistes » (2000) en ligne : Archive ouverte HAL <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01177198/document> à la p 14.

[198] George B. Richardson, « The Organization of Industry » (1972) 82 *The Economic Journal* 883 à la p 888.

[199] Richard Nelson et Sidney Winter, *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge, Harvard University Press, 1982 aux pp 73–74.

[200] Benjamin Coriat et Olivier Weinstein, « Les théories de la firme entre "contrats" et "compétences". Une revue critique des développements contemporains » (2010) 129-130 *Revue d'économie industrielle* 57 à la p 80.

[201] Patrick Cohendet, Francis Kern, Babak Mehmanpazir et Francis Munier, « Knowledge Coordination, Competence Creation and Integrated Networks in Globalised Firms » (1999) 23 *Cambridge Journal of Economics* 225 à la p 227.

[202] Simon Deakin et Frank Wilkinson, « Cooperation. Contract Law and Economic Performance » dans Ian Jones et Michael Pollitt, dir, *The Role of Business Ethics in Economic Performance*, New York, St. Martin's Press, 1998, 49 à la p 56.

[203] Antoine Rebérioux, « Governance d'entreprise et théorie de la firme. Quelle(s) alternative(s) à la valeur actionnariale ? » (2003) 104 *Revue d'économie industrielle* 85 à la p 97.

que « des agents fournissent un effort collectif sans savoir si d'éventuels gains individuels compenseront l'effort fourni »[204]. En définitive, si cette représentation de la firme permet d'en comprendre le fonctionnement, notamment en termes d'innovation et de survie, elle reste néanmoins silencieuse sur les conflits d'intérêts dans les rapports interindividuels. Effectivement, l'approche cognitive réduit les conflits d'intérêts à des connaissances et des compétences contradictoires[205].

SECTION 2. — LA GOUVERNANCE DE L'ENTREPRISE

Diffusé aux États-Unis à partir des années 1970, le modèle de la valeur actionnariale a contribué à une mutation du contrôle de la gestion des sociétés par actions. Dès lors, d'une analyse comptable focalisée sur un contrôle financier des décisions et du budget on est passé à une analyse stratégique axée sur « the identification, measurement, and management of key financial and operational drivers of shareholders value »[206]. Dans cette perspective, la structure de gouvernance doit garantir la maximisation de la valeur actionnariale.

Sous-section 1. — La création de valeur actionnariale

Le contexte économique ainsi que l'environnement juridique et réglementaire ont contribué à placer les actionnaires au centre de la gouvernance de la société par actions.

Paragraphe 1. — Les jalons économiques de la gouvernance actionnariale

En réponse à la crise de profitabilité aux États-Unis durant les années 1970-1980, la communauté financière et l'ensemble des dirigeants ont mis en place des stratégies de maximisation de la valeur actionnariale. La réorganisation financière des firmes américaines durant cette période a érigé la maximisation de la valeur actionnariale en véritable principe de

---

[204] Claude Ménard, « Comportement rationnel et coopération : le dilemme organisationnel » (1994) 24-25 *Cahiers d'économie politique* 185 à la p 187.

[205] Olivier Weinstein, « Les théories de la firme » (2012) 170 *Idées économiques et sociales* 6 aux pp 12–13.

[206] Christopher D. Ittner et David F. Larcker, « Assessing Empirical Research in Managerial Accounting: A Value-Based Management Perspective » (2001) 32 *Journal of Accounting and Economics* 349 à la p 350.

gestion des entreprises[207]. De nombreuses études empiriques témoignent de cette restructuration financière par la mise en œuvre de stratégies profitables : la vente de branches d'activités[208], la fusion d'entreprise[209], les rachats d'actions[210] et la réduction des effectifs[211]. Ainsi, la valeur boursière de la firme est devenue le critère d'une évaluation objective de la performance des équipes dirigeantes des sociétés[212].

Conformément à la théorie financière, les actionnaires sont les uniques « propriétaires » de la société. À ce titre, les dirigeants ne sont que les représentants (les mandataires) des actionnaires (les mandants) à l'égard desquels ils doivent répondre de la gestion des capitaux qui leur sont confiés. La thèse de la séparation de la propriété et du capital[213], ayant contribué à l'émergence de la firme managériale[214], ainsi que la théorie de l'agence[215] constituent les pivots d'une gouvernance des sociétés par actions orientée par la maximisation de la valeur

---

[207] Neil Fligstein et Taek-Jin Shin, « Valeur actionnariale et transformations des industries américaines (1984-2000) » dans Frédéric Lordon, dir, *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme*, Paris, Presses de la Fondation nationale des sciences politiques, 2008, 251 ; Gerald F. Davis et Suzanne K. Stout, « Organization Theory and the Market for Corporate Control: A Dynamic Analysis of the Characteristics of Large Takeover Targets, 1980–1990 » (1992) 37 *Administrative Science Quarterly* 605 à la p 606.

[208] Gerald F. Davis, Kristina A. Diekmann et Catherine H. Tinsley, « The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s: The Deinstitutionalization of an Organizational Form » (1994) 59 *American Sociological Review* 547.

[209] Gerald F. Davis et Suzanne K. Stout, « Organization Theory and the Market for Corporate Control: A Dynamic Analysis of the Characteristics of Large Takeover Targets, 1980–1990 » (1992) 37 *Administrative Science Quarterly* 605.

[210] James Westphal et Edward Zajac, « Decoupling Policy from Practice: the Case of Stock Repurchase Program » (2001) 46 *Administrative Scence Quarterly* 202.

[211] William J. Baumol, Alan S. Blinder et Edward N. Wolff, *Downsizing in America: Reality, Causes, and Consequences*, New York, Russell Sage Foundation, 2003 aux pp 65, 88 ; Eileen Appelbaum et Peter Berg, « Financial Market Constraints and Business Strategy in the U.S. » dans Jonathan Michie et John Grieve Smith, dir, *Creating Industrial Capacity: Towards Full Employment*, Oxford, Oxford University Press, 1996, 192 ; Wayne F. Cascio, « Downsizing: What Do We Know? What We Have Learned? » (1993) 7 *Academy of Management* 95 aux pp 96–97.

[212] George Piece Baker et Georges David Smith, *The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value,* New York, Cambridge University Press, 1998 à la p 3.

[213] Adolf A. Berle et Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1932.

[214] Alfred D. Chandler, *The Visible Hand: Managerial Revolution in American Business*, Cambridge, Harvard University Press, 1977.

[215] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305.

actionnariale[216]. Cette transformation institutionnelle a été poussée par l'économie financière et la conception financière du contrôle de l'entreprise. Dès lors, l'évaluation de la gestion de l'entreprise n'a plus été faite en termes de production et de vente de biens, mais en fonction de la hausse du titre boursier[217], ce qui a contribué selon certains à accroître le court-termisme[218]. L'objectif poursuivi par les dirigeants de l'entreprise moderne est donc d'assurer une valeur boursière supérieure à la valeur comptable de l'entreprise afin de garantir une profitabilité élevée aux actionnaires[219].

Du point de vue économique, plusieurs phénomènes ont contribué à la diffusion du modèle de création de la valeur actionnariale : une rationalisation des processus décisionnels pour l'amélioration de la performance économique, la concurrence entre firmes et secteurs industriels, et le mimétisme organisationnel[220]. Dans de nombreux pays développés, la concurrence à l'importation et l'essor d'une économie de bas salaires ont contraint les entreprises à améliorer leur efficience. Cette concurrence internationale entre firmes a favorisé la mise en place des stratégies de réduction des coûts de production, notamment par un allègement des coûts du travail[221]. Dans cette perspective, le modèle de la valeur actionnariale a remis en cause le lien traditionnel existant entre les salariés, comme partie prenante, et la firme. En mettant l'accent sur la dimension du coût du travail, des stratégies visant à réduire le nombre

---

[216] Grégory Denglos, « Faut-il rejeter le principe de maximisation de la valeur actionnariale ? » (2008) 184 *Revue française de gestion* 71 à la p 74.

[217] Gerald F. Davis et Suzanne K. Stout, « Organization Theory and the Market for Corporate Control: A Dynamic Analysis of the Characteristics of Large Takeover Targets, 1980–1990 » (1992) 37 *Administrative Science Quarterly* 605 à la p 608.

[218] Neil Flingstein, *The Transformation of Corporate Control*, Cambridge, Harvard University Press, 1990 à la p 226.

[219] Neil Flingstein, *The Transformation of Corporate Control*, Cambridge, Harvard University Press, 1990 à la p 260.

[220] Neil Fligstein et Taek-Jin Shin, « Valeur actionnariale et transformations des industries américaines (1984-2000) » dans Frédéric Lordon, dir, *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme*, Paris, Presses de la Fondation nationale des sciences politiques, 2008, 251 à la p 253.

[221] William J. Baumol, Alan S. Blinder et Edward N. Wolff, *Downsizing in America: Reality, Causes, and Consequences*, New York, Russell Sage Foundation, 2003 aux pp 65 et 88 ; George J. Borjas et Valerie A. Ramey, « Foreign Competition, Market Power, and Wage Inequality » (1995) 110 *The Quarterly Journal of Economics* 1075 à la p 1107 ; Andrew B. Bernard, Jonathan Eaton, J. Bradford Jensen et Samuel Kortum, « Plants and Productivity in International Trade » (2003) 93 *American Economic Review* 1268 à la p 1287.

de travailleurs, leurs avantages et leurs salaires se sont avérées profitables[222].

Le modèle de la valeur actionnariale ainsi que les stratégies qui en découlent se sont aussi développés par mimétisme. Indépendamment des effets de la concurrence, les entreprises se sont conformées à un modèle de gestion supposément efficace et rationnel. Le processus d'imitation est courant entre organisations, car il permet de réduire l'incertitude et le risque[223]. L'imitation du modèle actionnarial et des stratégies qui en découlent est également accentuée par la présence d'administrateurs croisés au sein des conseils d'administration, notamment en matière de fusions-acquisitions ou de rachats d'actions[224]. En sociologie des organisations, le constat d'une homogénéisation des pratiques et des structures entre firmes renvoie au phénomène d'isomorphisme institutionnel selon lequel les organisations tendent à se ressembler lorsqu'elles sont placées dans un environnement similaire et qu'elles subissent les mêmes contraintes[225]. Dans le même ordre d'idées, le mimétisme peut être une démarche stratégique sur des marchés très concurrentiels. En effet, alors que des entreprises vont adopter une stratégie d'innovation et de recherche, d'autres vont préférer se contenter d'imiter. Dans ce cas, la firme qui imite réduit sa prise de risque, d'une part, en s'appuyant sur l'investissement des firmes innovantes et, d'autre part, en entrant sur un marché où l'incertitude a été préalablement dissipée[226]. Par conséquent, comme pour le phénomène du passager clandestin, certaines entreprises vont préférer imiter plutôt que d'innover dans la mesure où les coûts d'imitation sont

---

[222] Eileen Applebaum et Peter Berg, « Financial Market Constraints and Business Strategy in the United States » dans Jonathan Michie et John Grieve Smith, dir, *Creating Industrial Capacity: Towards Full Employment*, New York, Oxford University Press, 1996, 192 aux pp 210–212 ; Paul Osterman, *Securing Prosperity. The American Labor Market: How It Has Changed and What to Do about It*, Princeton, Princeton University Press, 1999 à la p 148.

[223] Michael Useem, *Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization*, Cambridge, Harvard University Press, 1993 à la p 238 ; Paul J. DiMaggio et Walter W. Powell, « The Iron Case Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields » (1983) 48 *American Sociological Review* 147 à la p 150.

[224] Pamela R. Haunschild, « Interorganizational Imitation: The Impact of Interlocks on Corporate Acquisition Activity » (1993) 38 *Administrative Science Quarterly* 564 ; James D. Westphal et Edward J. Zajac, « Decoupling Policy from Practice: The Case of Stock Repurchase Programs » (2001) 46 *Administrative Science Quarterly* 202.

[225] Paul J. DiMaggio et Walter W. Powell, « The Iron Case Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields » (1983) 48 *American Sociological Review* 147 à la p 149.

[226] Marvin B. Lieberman et David B. Montgomery, « First-Mover Advantages » (1988) 9 *Strategic Management Journal* 41 aux pp 47–48.

inférieurs aux coûts d'innovation[227].

Aux États-Unis, de nombreux secteurs d'activité ont connu un ralentissement de la croissance économique, notamment par l'accroissement d'une concurrence étrangère. Ce ralentissement a contribué à accroître l'activité de fusions-acquisitions puisqu'elle permet aux entreprises de se désengager plus facilement d'une activité ou d'une industrie[228]. Le marché des prises de contrôle des entreprises a longtemps été considéré comme bénéficiant grandement aux actionnaires et à l'ensemble de l'économie. En effet, dans un contexte économique morose, la richesse des actionnaires s'accroît, d'une part, à court terme par les gains issus de l'opération de fusion-acquisition et, d'autre part, à long terme par l'amélioration de la productivité du capital[229]. Quatre grandes périodes de fusions-acquisitions ont ainsi marqué l'économie américaine. La première au début du siècle et les suivantes respectivement dans les années 1920, 1960 et 1980[230]. Le mouvement de fusions-acquisitions nécessite un substrat à la fois économique et politique, puis une catégorie d'acteurs qui ont développé la pratique et enfin un processus d'imitation qui a assuré son implémentation dans l'ensemble de la communauté des affaires[231]. Le phénomène de fusions-acquisitions des années 1960 et 1980 a amorcé la diffusion progressive de conceptions et de stratégies financières générant des taux de retours sur investissement et de croissance d'une ampleur sans précédent[232].

Plusieurs justifications aux fusions-acquisitions sont avancées par la théorie

---

[227] Pamela R. Haunschild, « Interorganizational Imitation: The Impact of Interlocks on Corporate Acquisition Activity » (1993) 38 *Administrative Science Quarterly* 564 à la p 564.

[228] Michael C. Jensen, « The Takeover Controversy: Analysis and Evidence » dans John C. Coffee, Louis Lowenstein et Susan Rose-Ackerman, dir, *Knights, Raiders, and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, New York, Oxford University Press, 1988, 314 à la p 317.

[229] Malcom S. Salter et Wolf A. Weinhold, « Corporate Takeovers: Financial Boom or Organizational Bust? » dans John C. Coffee, Louis Lowenstein et Susan Rose-Ackerman, dir, *Knights, Raiders, and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, New York, Oxford University Press, 1988, 135 à la p 140 ; Michael C. Jensen et Richard S. Ruback, « The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence » (1983) 11 *Journal of Financial Economics* 5.

[230] Linda Brewster Stearns et Kenneth D. Allan, « Economic Behavior in Institutional Environments: The Corporate Merger Wave of the 1980s » (1996) 61 *American Sociological Review* 699 à la p 699 ; John G. Matsusaka, « Takeover Motives during the Conglomerate Merger Wave » (1993) 24 *The RAND Journal of Economics* 357 à la p 358.

[231] Linda Brewster Stearns et Kenneth D. Allan, « Economic Behavior in Institutional Environments: The Corporate Merger Wave of the 1980s » (1996) 61 *American Sociological Review* 699 à la p 701.

[232] Neil Flingstein, *The Transformation of Corporate Control*, Cambridge, Harvard University Press, 1990.

économique. D'abord, des considérations relatives à l'efficience de la firme puisqu'une fusion-acquisition permet la réalisation d'économies d'échelle ou de synergies[233]. Ensuite, une volonté de consolider le pouvoir de la firme sur le marché par la création de monopoles ou d'oligopoles. Puis, un argument disciplinaire en permettant de remplacer une équipe dirigeante peu performante. Et enfin, une démarche opportuniste de la direction de la firme pour augmenter la taille de la société, réduire les coûts d'agence et tirer profit de la diversification[234]. Malgré les divergences doctrinales et théoriques quant aux bienfaits et aux méfaits des fusions-acquisitions, notamment sur la profitabilité réelle des fusions-acquisitions, un constat demeure partagé : l'augmentation de la valeur boursière de l'entreprise cible. En effet, la corrélation positive entre l'opération de fusion-acquisition et la hausse de la valeur des titres boursiers est faible[235]. D'une part, les gains proviennent d'économies d'échelle, d'un éventuel monopole, d'avantages financiers et fiscaux, d'une diversification, d'une amélioration de l'information pour les investisseurs, de taux d'emprunt plus faible eu égard à la taille de l'entité, etc[236]. D'autre part, l'annonce d'une fusion à venir entraîne une hausse du prix de l'action de la société cible[237]. Par ailleurs, dans un environnement compétitif, la multiplicité d'acquéreurs potentiels accroît le prix de la cible[238]. De telles opérations sont également employées comme un mécanisme pour discipliner l'équipe dirigeante. L'inefficacité dans la gestion de la firme entraîne une baisse du prix des titres et rend donc la société attrayante pour les investisseurs puisque celle-ci n'est pas gérée de manière efficiente[239]. Par conséquent, d'autres hypothèses que l'augmentation

---

[233] Paul H. Malatesta, « The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms » (1983) 11 *Journal of Financial* Economics 155 à la p 157 ; Richard B. Du Boff et Edward S. Herman, « The Promotional-Financial Dynamic of Merger Movements: A Historical Perspective » (1989) 23 *Journal of Economic Issues* 107 à la p 107.

[234] Gregor Andrade, Mark Mitchell et Erik Stafford, « New Evidence and Perspectives on Mergers » (2001) 15 *Journal of Economic Perspectives* 103.

[235] Ronald W. Melicher, Johannes Ledolter et Louis J. D'Antonio, « A Time Series Analysis of Aggregate Merger Activity » (1983) 65 *The Review of Economics and Statistics* 423 à la p 423 ; Michael Gort, « An Economic Disturbance Theory of Mergers » (1969) 83 *The Quarterly Journal of Economics* 624 à la p 626.

[236] John Lintner, « Expectations, Mergers and Equilibrium in Purely Competitive Securities Markets » (1971) 61 *The American Economic Review* 101 à la p 110.

[237] Paul H. Malatesta, « The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms » (1983) 11 *Journal of Financial* Economics 155 à la p 180.

[238] Gershon Mandelker, « Risk and Return: The Case of Merging Firms » (1974) 1 *Journal of Financial Economics* 303 à la p 312.

[239] Gershon Mandelker, « Risk and Return: The Case of Merging Firms » (1974) 1 *Journal of Financial Economics*

stratégique de la croissance de la firme peuvent présider à la réalisation de ces opérations. Par exemple, l'équipe dirigeante de la société peut ainsi s'engager dans une démarche d'« empire-building » afin d'accroître ses avantages et bénéfices qui sont liés à la taille de la firme, notamment en matière de rémunération[240]. En ce sens, une telle opération peut témoigner d'une stratégie d'enracinement des dirigeants[241] ou d'une démarche qui vise à protéger leur capital humain spécifique[242].

Paragraphe 2. — Les jalons juridiques de la gouvernance actionnariale

Les caractéristiques de la société par actions ont contribué à imposer un modèle de gouvernance qui accorde une place prépondérante aux intérêts des actionnaires[243]. En effet, la personnalité morale, la responsabilité limitée, la transmissibilité des actions et la délégation de pouvoir au conseil d'administration sont essentielles à la forme sociétaire et à la diminution des coûts liés à la conduite des affaires[244]. Comme véhicule juridique, la société par actions est le mécanisme offert par le droit des sociétés afin de faciliter la coopération entre les agents économiques et la gestion des problèmes d'agence.

La loi reconnaît la société par actions comme une personne morale[245]. Comme nous l'avons présenté précédemment, la théorie économique présente la firme comme un nœud de contrats. En ce sens, la société par actions coordonne les relations contractuelles entre différents agents économiques, ceux qui gèrent la firme et ceux qui en sont les propriétaires. À ce titre, une séparation des patrimoines s'opère entre, d'une part, les actifs qui appartiennent à la firme,

---

303 à la p 324.

[240] Dennis C. Mueller, « A Theory of Conglomerate Mergers » (1969) 83 *The Quarterly Journal of Economics* 643 à la p 644.

[241] Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, « Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments » (1989) 25 *Journal of Financial Economics* 123.

[242] Yakov Amihud et Baruch Lev, « Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers » (1981) 12 *The Bell Journal of Economics* 605.

[243] Henry Hansmann et Reiner Kraakman, « The End of History for Corporate Law » (2001) 89 *The Georgetown Law Journal* 439 à la p 440.

[244] John Armour, Henry Hansmann, Reinier Kraakman et Mariana Pargendler, « What Is Corporate Law? » dans Reinier Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3e éd, New York, Oxford University Press, 2017, 1 aux pp 1–2.

[245] Art 2188 CcQ.

et, d'autre part, les actifs détenus en propre par les actionnaires dont la gestion est déléguée aux dirigeants[246]. Cette séparation des patrimoines est essentielle à la société par actions puisqu'elle permet de protéger les actifs de la société à l'égard des créanciers personnels de ses actionnaires[247]. La personnalité juridique reconnue à la firme lui permet ainsi de disposer d'un ensemble d'actifs distinct des actifs personnels des actionnaires et des dirigeants. La séparation des actifs offre également un autre avantage, celui de déterminer les priorités entre les créanciers de la société et les créanciers personnels des actionnaires[248]. Par conséquent, les créanciers disposent à l'égard de la firme d'une priorité sur ses actifs et de mesures exécutoires pour garantir l'exécution des obligations contractuelles souscrites par la société. Cette séparation des patrimoines garantit la pérennité de la société en restreignant la possibilité pour les actionnaires de retirer leurs apports, soit parce qu'ils le souhaitent, soit parce que leurs créanciers veulent les y contraindre[249]. En empêchant de la sorte la liquidation du patrimoine de la société, la viabilité de la société est protégée puisque dans la mesure où la sortie de la société n'est pas aisée, l'opportunisme des actionnaires est limité et la crédibilité à l'égard des créanciers et investisseurs est d'autant plus renforcée[250]. Cette protection offerte à la société et à son patrimoine est essentielle à la négociabilité des actions qui est une autre caractéristique de la société par actions[251]. Pour que la firme assure une gouvernance effective des relations contractuelles, des règles doivent, d'une part, identifier les individus qui ont l'autorité de disposer des actifs de la société et d'agir en son nom et, d'autre part, prévoir les procédures par

---

[246] John Armour et Michael J. Whincop, « The Proprietary Foundations of Corporate Law » (2007) 27 *Oxford Journal of Legal Studies* 429 à la p 436 et s.

[247] Henry Hansmann, Reinier Kraakman et Richard Squire, « Law and the Rise of the Firm » (2006) 119 *Harvard Law Review* 1333 à la p 1337.

[248] Henry Hansmann et Reinier Kraakman, « The Essential Role of Organizational Law » (2000) 110 *Yale Law Journal* 387 à la p 393 et s.

[249] Henry Hansmann et Reinier Kraakman, « The Essential Role of Organizational Law » (2000) 110 *Yale Law Journal* 387 aux pp 411–413.

[250] Edward B. Rock et Michael L. Wachter, « Waiting for the Omelet to Set: Match-Specic Assets and Minority Oppression in Close Corporations » (1999) 24 *Journal of Corporation Law* 913 aux pp 919–920 ; Margaret M. Blair, « Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century » (2003) 51 *University of California Law Review* 387 à la p 448 ; Nicholas S. Argyres et Julia Porter Liebeskind, « Contractual Commitments, Bargaining Power, and Governance Inseparability: Incorporating History into Transaction Cost Theory » (1999) 24 *The Academy of Management Review* 49 aux pp 51–52.

[251] Henry Hansmann et Reinier Kraakman, « The Essential Role of Organizational Law » (2000) 110 *Yale Law Journal* 387 à la p 426.

lesquelles la société ou une de ses entités peut engager des poursuites à l'égard d'engagements qu'elle a souscrits[252]. Si la délégation d'autorité au sein de la société peut être aménagée contractuellement, le droit des sociétés l'encadre néanmoins pour régir des situations où l'autorité du titulaire est essentielle aux relations avec des tiers à la société[253]. La mise en place de règles relatives à la séparation des patrimoines, à l'autorité et à la procédure par le droit des sociétés permet de réduire le coût des transactions dans la conduite des affaires. En effet, il serait particulièrement difficile pour les différents intervenants à la forme sociétaire de parvenir à des protections similaires par contrat[254]. Par exemple, en l'absence de telles règles, l'investisseur serait placé dans une situation complexe puisqu'il devrait organiser contractuellement la priorité des créanciers de la société en obtenant l'engagement de ses créanciers personnels passés, présents et futurs qu'ils subordonnent leurs créances[255].

Historiquement, bien que la responsabilité limitée n'ait pas toujours été reconnue à la forme sociétaire, force est de constater qu'aujourd'hui elle en est indissociable[256]. En tant que seconde caractéristique de la société par actions, elle protège les actionnaires contre les revendications des créanciers tout en leur permettant de diversifier leur portefeuille de titre[257]. À ce titre, elle est fondamentale au bon fonctionnement des marchés de capitaux[258]. Les propos de Henri Manne sont particulièrement pertinents :

> It allows individuals to use small fractions of their savings for various purposes, without risking a disastrous loss if any corporation in which they have invested becomes insolvent. In any given promotion there may be substantial investors and small investors,

---

[252] John Armour et Michael J. Whincop, « The Proprietary Foundations of Corporate Law » (2007) 27 *Oxford Journal of Legal Studies* 429 à la p 441.

[253] John Armour, Henry Hansmann, Reinier Kraakman et Mariana Pargendler, « What Is Corporate Law? » dans Reinier Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3e éd, New York, Oxford University Press, 2017, 1 à la p 7.

[254] John Armour, Henry Hansmann, Reinier Kraakman et Mariana Pargendler, « What Is Corporate Law? » dans Reinier Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3e éd, New York, Oxford University Press, 2017, 1 à la p 7.

[255] Henry Hansmann et Reinier Kraakman, « The Essential Role of Organizational Law » (2000) 110 *Yale Law Journal* 387 aux pp 407–409.

[256] Phillip I. Blumberg, « Limited Liability and Corporate Groups » (1986) 11 *Journal of Corporation Law* 573.

[257] Henry Manne, « Our Two Corporation Systems: Law and Economics » (1967) 53 *Virginia Law Review* 259 à la p 262.

[258] Paul Halpern, Michael Trebilcock et Stuart Turnbull, « An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law » (1980) 30 *University of Toronto Law Journal* 117 à la p 124.

> and clearly each of them cannot be made equally liable for all the debts of the business operation, as in a partnership. If this were the case, small investments in corporations would tend to come only from individuals who were nearly insolvent already. Wealthy individuals would never make small investments in a corporation[259].

Cette limitation de la responsabilité des actionnaires est le corollaire de la personnalité distincte de la société. Effectivement, cette dernière protège les actifs des actionnaires des créanciers de la société alors que la première protège le patrimoine social des créanciers personnels des actionnaires[260]. La responsabilité des actionnaires est donc fonction de leur apport[261]. Toutefois, le principe ne saurait être absolu et le droit prévoit des situations où le bénéfice de la règle peut être écarté[262]. En dépit de cela, la levée du voile corporatif demeure l'exception, car comme le rappelle le juge Robert J. Thompson de la Cour de justice de l'Ontario dans la décision *Clarkson Co Ltd v Zhelka et al*[263] :

> The inability [of the creditors] to have access to [the] corporate assets […] must of necessity be, so long as the Legislature provides for an encourages the formation of private corporations. Without such, of course, enterprise and business adventure would be stiffed. Limited liability is one of the landmarks of incorporation[264].

Une autre caractéristique élémentaire de la forme sociétaire est la cessibilité des titres. Elle permet à la société de conduire ses affaires de manière ininterrompue alors que des changements s'opèrent dans l'actionnariat de la firme.

La délégation de l'autorité au conseil d'administration et à ses membres facilite la gestion et la direction de la société par actions. Elle répond à un impératif de réactivité aux changements et aux opportunités qui vont survenir dans le contexte des affaires[265]. La délégation

---

[259] Henry Manne, « Our Two Corporation Systems: Law and Economics » (1967) 53 *Virginia Law Review* 259 à la p 263.

[260] John Armour, Henry Hansmann, Reinier Kraakman et Mariana Pargendler, « What Is Corporate Law? » dans Reinier Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3e éd, New York, Oxford University Press, 2017, 1 à la p 7.

[261] Art 45(1) LCSA ; art 224 LSA.

[262] Art 317 CcQ ; art 119 LCSA ; art 154 LSA.

[263] *Clarkson Co Ltd v Zhelka et al*, [1967] 2 OR 565 (On HC).

[264] *Clarkson Co Ltd v Zhelka et al*, [1967] 2 OR 565 (On HC).

[265] Leo E. Strine, Jr, « Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America » (2006) 119 *Harvard Law Review* 1759 à la p 1763.

de la gestion quotidienne de la société au conseil d'administration permet une diminution des coûts liés à la prise de décision notamment lorsque les différents intervenants sont confrontés à des asymétries d'information et ont des intérêts divergents[266]. À l'inverse, la prise de décision en assemblée générale par les actionnaires est plus coûteuse. Ces derniers sont rarement aussi informés et compétents que leurs dirigeants en ce qui concerne la situation de la société[267]. Il se peut également qu'ils ne puissent pas ou ne veulent pas engager les efforts pour prendre connaissance de l'ensemble de l'information disponible. De même, toute information partagée avec les actionnaires dans une société par actions devient accessible aux concurrents[268]. Sous cet angle, la prise de décision par les actionnaires est coûteuse et inefficiente[269]. Par conséquent, la délégation de l'autorité à un conseil d'administration, dont les membres sont élus par les actionnaires, est le mécanisme mis en place par le droit des sociétés pour faciliter la gouvernance de la société par actions.

Le droit des sociétés propose donc un ensemble de règles qui permet aux parties d'aménager leurs relations contractuelles au travers de la société par actions. Ainsi, il permet aux parties de s'engager en mettant à leur disposition les bases à leur entente contractuelle. De la sorte, les coûts de transaction liés à l'élaboration et la rédaction du contrat sont réduits et l'intervention des parties est limitée aux situations où les clauses par défaut ne leur conviennent pas[270]. Autrement dit, la législation en droit des sociétés propose les dispositions contractuelles dont on pense qu'elles sont conformes au modèle de négociation hypothétique ou majoritaire[271]. Toutefois, il se peut que la loi limite le choix des parties en proposant d'autres règles par défaut

---

[266] Stephen M. Bainbridge, « Director Primacy and Shareholder Disempowerment » (2006) 119 *Harvard Law Review* 1735 aux pp 1745–1746.

[267] William W. Bratton et Michael L. Wachter, « The Case Against Shareholder Empowerment » (2010) 158 *University of Pennsylvania Law Review* 653 aux pp 688–689.

[268] Sofie Cools, « The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy » (2014) 11 *European Company and Financial Law Review* 258 à la p 272.

[269] Henry Hansmann, *The Ownership of Enterprise*, Cambridge, Harvard University Press, 1996 aux pp 40–42.

[270] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 aux pp 34–35.

[271] Richard A. Posner, *Economic Analysis of Law*, 3e éd, Toronto, Little, Brown and Company, 1986 à la p 372 ; Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 aux pp 14–15, 20–21 ; Alan Schwartz, « Proposals for Products Liability Reform: A Theoretical Synthesis » (1988) 97 *Yale Law Journal* 353 à la p 361.

ou qu'elle impose une procédure particulière pour contourner la règle[272]. De même, si certaines dispositions sont supplétives et peuvent faire l'objet d'aménagements par les parties, d'autres sont d'ordre public[273]. Ces dernières permettent de compenser l'absence de réelle négociation et les divergences d'intérêts entre les différentes parties au contrat de société[274]. Néanmoins, compte tenu des dispositions d'ordre public, le droit des sociétés demeure avant tout un droit habilitant puisque les intervenants peuvent choisir entre différentes formes d'entreprise[275].

Les attributs de la société par actions ont donc contribué à ériger la valeur actionnariale en critère de la performance de l'entreprise et de ses dirigeants. En ce sens, elle est principalement une représentation de la firme où les dirigeants sont tenus d'agir dans l'intérêt des actionnaires[276]. Bien que les attributs de la société par actions aient contribué à l'hégémonie du modèle de la valeur actionnariale, les mutations qui ont affecté le contexte économique, notamment aux États-Unis, y ont également participé[277]. Comme l'ont rappelé Henry Hansmann et Reinier Kraakman :

> Despite very real differences in the corporate systems, the deeper tendency is toward convergence, as it has been since the nineteenth century. The basic law of corporate governance—indeed, most of corporate law-has achieved—a high degree of uniformity across developed market jurisdictions, and continuing convergence toward a single, standard model is likely. [...] Chief among these pressures is the recent dominance of a shareholder-centered ideology of corporate law among the business, government, and legal elites in key commercial jurisdictions. There is no longer any serious competitor to the view that corporate law should principally strive to increase long-term shareholder value[278].

---

[272] Lucian Arye Bebchuk et Assaf Hamdani, « Optimal Defaults for Corporate Law Evolution » (2002) 96 *Northwestern University Law Review* 489 aux pp 491–492 ; Michael Klausner, « Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts » (1995) 81 *Virginia Law Review* 757 aux pp 839–841.

[273] Jeffrey N. Gordon, « Mandatory Structure of Corporate Law » (1989) 89 *Columbia Law Review* 1549 aux pp 1550–1551, 1553.

[274] John C. Coffee, Jr, « The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role » (1989) 89 *Columbia Law Review* 1618 à la p 1618.

[275] Larry E. Ribstein, « Statutory Forms for Closely Held Firms: Theories and Evidence From LLCs » (1995) 73 *Washington University Law Quarterly* 369 aux pp 382–383.

[276] Antoine Rebérioux, « Les fondements microéconomiques de la valeur actionnariale. Une revue critique de la littérature » (2005) 56 *Revue économique* 51 à la p 52.

[277] Alan Blinder, « How the Economy Came to Resemble the Model » (2000) 35 *Business Economics* 16 à la p 16.

[278] Henry Hansmann et Reiner Kraakman, « The End of History for Corporate Law » (2001) 89 *The Georgetown Law Journal* 439 à la p 439.

Sous-section 2. — La relation d'agence

Dans la mesure où l'orthodoxie économique de la firme soutient la valeur actionnariale, l'analyse s'appuie sur la relation d'agence afin de représenter les rapports qui unissent les dirigeants aux actionnaires de la société. Afin d'assurer l'interaction fonctionnelle entre eux deux, un ensemble de contraintes et d'incitation guident leurs rapports.

Paragraphe 1. — La situation d'aléa moral

Comme pour l'institution juridique du mandat, la relation d'agence naît de la mise en rapport de deux parties, l'agent, lequel agit pour le compte d'un autre, le principal dans des domaines déterminés. Sont principalement visées les situations contractuelles, lesquelles font dire que les situations d'agence sont largement présentes voire universelles, puisqu'elles ont cours dans tous les domaines de prise de décision complexes[279]. Dans cette relation, il est présumé que chacune des deux parties poursuit des objectifs différents en fonction de son utilité personnelle[280]. Dans la mesure où chacun cherche à maximiser son utilité, il semble évident que l'agent n'agira pas toujours au mieux des intérêts du principal[281]. En ce sens, les prescriptions de la théorie de l'agence visent à établir et maintenir des comportements coopératifs entre des contractants, aux intérêts divergents et aux comportements opportunistes, particulièrement lorsque l'information à propos des agents est coûteuse, incertaine et incomplète[282]. La préoccupation centrale est donc de déterminer comment contraindre ou inciter l'agent, motivé par la poursuite d'intérêts personnels, à agir de manière loyale et dans l'intérêt du principal quand bien même cette conduite ne lui est pas profitable[283].

---

[279] Stephen A. Ross, « The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem » (1973) 63 *The American Economic Review* 134 à la p 134.

[280] Eugene F. Fama, « Agency Problems and the Theory of the Firm » (1980) 88 *The Journal of Political Economy* 288 à la p 289.

[281] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 à la p 308.

[282] Michel Dion, « Agency Theory and Financial Crime: The Paradox of the Opportunistic Executive » (2016) 23 *Journal of Financial Crime* 574 ; Benjamin M. Oviatt, « Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests » (1988) 13 *The Academy of Management Review* 214 à la p 215.

[283] Ronald F. Duska, « Why Be a Loyal Agent? A Systemic Ethical Analysis » dans Norman E. Bowie et R. Edward

Selon Joseph Stiglitz, l'origine du problème d'agence peut être formulée ainsi :

> The principal-agent problem or agency dilemma treats the difficulties that arise under conditions of incomplete and asymmetric information when a principal hires an agent, such as the problem of potential moral hazard and conflict of interest, because the principal is hiring the agent to pursue the principal's interests[284].

La situation d'aléa moral survient dans les interactions où les participants s'engagent dans une répartition des risques de telle manière que les actions prises sont susceptibles d'affecter la probabilité de réalisation du résultat. De même sont visées les situations où l'agent est susceptible de prendre des décisions autres que celles prévues au contrat et qui sont le résultat d'un intérêt qui lui est personnel[285]. Son origine est directement liée à l'asymétrie d'information entre les individus qui empêchent l'observation de la réalité des actions menées et de parvenir à une relation contractuelle optimale[286]. L'information joue donc un rôle central dans la capacité du principal à observer les efforts déployés par son agent[287]. Bien que le modèle principal-agent suppose que le principal dispose de la totalité du pouvoir de négociation dans la relation contractuelle naissante[288], les contrats sont nécessairement incomplets et il lui est impossible de pleinement circonscrire l'aléa moral.

Selon Oliver Williamson, l'opportunisme « is a variety of self-interest seeking but extends simple self-interest seeking to include self-interest seeking with guile »[289]. Toujours selon lui, il convient de distinguer entre les manifestations *ex ante* et *ex post* de l'opportunisme

---

Freeman, dir, *Ethics and Agency Theory: An Introduction*, New York, Oxford University Press, 1992, 143 à la p 143.

[284] Joseph E. Stiglitz, « Principal and Agent (ii) » dans Steven N. Durlauf et Lawrence E. Blume, dir, *The New Palgrave Dictionary of Economics*, vol 6, 2e éd, Londres, Palgrave Macmillan, 2008, 637 aux pp 637–644.

[285] Joel S. Demski et Gerald A. Feltham, « Economic Incentives in Budgetary Control Systems » (1978) 53 *The Accounting Review* 336 à la p 339 ; Evgeny V. Popov et Victoria L. Simonova, « Forms of Opportunism Between Principals and Agents » (2006) 12 *International Advances in Economic Research* 115 à la p 116.

[286] Bengt Holmstrom, « Moral Hazard and Observability » (1979) 10 *The Bell Journal of Economics* 74 à la p 74.

[287] Carl Shapiro et Joseph E. Stiglitz, « Equilibrium Unemployment as a Worker Discipline Device » (1984) 74 *The American Economic Review* 433 à la p 433.

[288] Rohan Pitchford, « Moral hazard and Limited Liability: The Real Effects of Contract Bargaining » (1998) 61 *Economics Letters* 251 aux pp 1–2.

[289] Oliver E. Williamson, *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrusts Implications. A Study in the Economics of Internal Organization*, New York, Free Press, 1975 à la p 255 ; Oliver E. Williamson, « Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations » (1979) 22 *Journal of Law and Economics* 233 à la p 234.

de l'agent[290]. Dans le premier cas, il s'agit du problème de sélection adverse où l'agent peut fausser la réalité de ses compétences et de ses expériences pour exiger, par exemple, une meilleure rémunération. Dans le second cas, celui dont nous traitons ici, on parle d'une situation d'aléa moral, où il est difficile de déterminer a posteriori si l'agent a réellement exécuté ses obligations[291]. La situation d'aléa moral réfère à un certain nombre de possibilités qui se présentent à l'agent. D'une part, il s'agit des situations où il peut mentir, tricher et voler. D'autre part sont visés les cas où l'agent respecte le contrat à la lettre, mais en détourne l'esprit. Et enfin, les cas où l'agent ne respecte pas le contrat et adopte une conduite purement stratégique[292]. Par ailleurs, la conception de l'opportunisme présentée par Williamson est associée à la rationalité limitée puisque les agents « will act in their own interest insofar as it is costly for others to know their behavior (others face costly information) »[293].

La théorie de l'agence prescrit la mise en place de mécanismes de contrôle, de surveillance et d'incitation aussi bien à l'échelon individuel que collectif dans l'entreprise, afin d'assurer un contrôle effectif de la gestion de l'agent[294]. À cette fin, le principal dispose de deux solutions : il peut investir dans des procédés de surveillance afin d'observer le comportement de l'agent ou il peut établir un contrat basé sur les résultats du comportement de l'agent. Les procédés de surveillance peuvent inclure des procédures de reporting, des systèmes de budgétisation, un conseil d'administration et des comités spécialisés. Néanmoins, dans certaines situations où la surveillance s'avère inutile et coûteuse, le principal va préférer un contrat axé sur les résultats. Dans ce cas, l'agent est récompensé en fonction des objectifs atteints et des résultats obtenus. Ainsi, ce deuxième procédé permet d'aligner les intérêts de l'agent avec ceux

---

[290] Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, Free Press, 1985 à la p 47.

[291] Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, Free Press, 1985 aux pp 47–48.

[292] Oliver E. Williamson, « Opportunism and its Critics » (1993) 14 *Managerial and Decision Economics* 97 à la p 101.

[293] Armen A. Alchian et Susan Woodward, « Review: The Firm Is Dead; Long Live The Firm a Review of Oliver E. Williamson's The Economic Institutions of Capitalism » (1988) 26 *Journal of Economic Literature* 65 à la p 66.

[294] Eugene F. Fama, « Agency Problems and the Theory of the Firm » (1980) 88 *The Journal of Political Economy* 288 à la p 288 ; Kathleen M. Eisenhardt, « Control: Organizational and Economic Approaches » (1985) 31 *Management Science* 134 à la p 134 ; Éric Rasmusen, *Jeux et information : Introduction à la théorie des jeux*, 3e éd, Bruxelles, De Boeck, 2004 aux pp 243–245.

du principal puisque sa rémunération est directement liée aux objectifs fixés[295]. L'approche privilégiée est celle selon laquelle l'élaboration du contrat doit permettre la maximisation de l'utilité attendue de la richesse du principal tout en tenant compte du fait que l'agent tend à maximiser son utilité personnelle[296]. Par conséquent, les incitatifs optimaux sont ainsi ceux qui permettent un partage des risques entre l'agent et le principal[297]. À ce titre, les incitatifs financiers basés sur des mesures de performance sont censés motiver l'agent à fournir les efforts demandés[298]. Afin d'assurer l'efficience contractuelle, il est donc primordial de prendre en compte, d'une part, les hypothèses d'opportunisme, de rationalité limitée et d'aversion pour le risque, d'autre part, les conflits d'intérêts entre les parties et les asymétries d'information[299].

Le mécanisme contractuel doit permettre une contractualisation de l'aléa moral de l'agent. Dès lors, le contrat doit intégrer deux coûts : le premier est un coût d'opportunité de l'agent qui correspond à sa participation à la relation avec le principal, et le second qui représente l'effort que l'agent doit fournir pour atteindre les objectifs fixés. Le premier coût s'appréhende comme une contrainte de participation qui est le résultat d'une comparaison entre l'utilité attendue de quitter son emploi avec l'utilité attendue de demeurer en poste. Le second coût est une contrainte de compatibilité des incitations qui permet d'assurer l'exécution diligente de la mission du dirigeant[300]. L'intégration de ces deux coûts par le contrat qui lie le dirigeant à la société doit permettre de rendre leur relation optimale et de maximiser leurs utilités respectives[301]. L'aléa moral constitue une dimension importante de la relation contractuelle qui

---

[295] Kathleen M. Eisenhardt, « Agency Theory: An Assessment and Review » (1989) 14 *The Academy of Management Review* 57.

[296] Voir *infra* chapitre 4 (sur le rôle du contrat de rémunération comme motivation à agir dans le cadre de la relation d'agence) ; Øyvind Bøhren, « The Agent's Ethics in the Principal-Agent Model » (1998) 17 *Journal of Business Ethics* 745 aux pp 746–747.

[297] Bengt Hölmstrom, « Moral Hazard and Observability » (1979) 10 *The Bell Journal of Economics* 74.

[298] Douglas E. Stevens et Alex Thevaranjan, « A Moral Solution to the Moral Hazard Problem » (2010) 35 *Accounting, Organizations and Society* 125.

[299] Kathleen M. Eisenhardt, « Agency Theory: An Assessment and Review » (1989) 14 *The Academy of Management Review* 57 à la p 58.

[300] Mary M. Margiotta et Robert A. Miller, « Managerial Compensation and The Cost of Moral Hazard » (2000) 41 *International Economic Review* 669 à la p 681.

[301] Sharon Gifford, « Efficient Moral Hazard » (1999) 40 *Journal of Economic Behavior & Organization* 427 à la p 436.

s'instaure entre les parties et dont l'importance difficilement chiffrable reste tout de même perceptible. En effet, sa part peut s'évaluer, d'une part, par la perte de revenu que représente l'impossibilité pour l'actionnaire d'observer les actions et efforts du dirigeant, d'autre part, par la valeur que représente l'écart de rémunération pour une posture de travail diligente et une posture qui ne le serait pas. Enfin, sa mesure peut être estimée par la perte que représente la signature d'un contrat avec un agent qui va se soustraire à ses obligations[302].

La gestion de l'aléa moral dans la relation d'agence est donc centrale à la gouvernance des sociétés par actions. En effet, comme l'a souligné Oliver Williamson :

> The incentive, control, and contract law differences that define alternative modes of governance [...] all vanish if opportunism is zeroed out. Thus (1) no incentive differences will appear because all members of every group subscribe to the same 'general clause' […] and implement the same objective function in the same fully committed way; (2) all cost-effective regularities (practices and procedures) that are adopted by one group will also be adopted by another—whatever the nominal form of organization (private firm, public bureau, nonprofit, autonomous market) from which they start; and (3) contract law differences serve no purpose among groups all of which share the same purpose and converge to the same form. Note, moreover, that […] conflict and haggling […] will never appear in opportunism-free groups […] every such group will work out its differences instrumentally[303].

Paragraphe 2. — L'encadrement de l'aléa moral

Différents instruments et mécanismes de gouvernance exercent une série de contraintes et d'incitation pour limiter la potentielle divergence d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires[304]. Selon la représentation contractuelle de l'entreprise, l'efficacité de la structure de gouvernance s'apprécie selon sa capacité à réduire les conflits entre les actionnaires et les

---

[302] Mary M. Margiotta et Robert A. Miller, « Managerial Compensation and The Cost of Moral Hazard » (2000) 41 *International Economic Review* 669 à la p 685.

[303] Oliver E. Williamson, « Strategy Research: Governance and Competence Perspectives » (1999) 20 *Strategic Management Journal* 1087 à la p 1099 tel que cité par Geoffrey M. Hodgson, « Opportunism Is Not the Only Reason Why Firms Exist: Why an Explanatory Emphasis on Opportunism May Mislead Management Strategy » (2004) 13 *Industrial and Corporate Change* 401 à la p 403.

[304] Voir *infra* chapitre 4 (sur le contrat de rémunération et le rôle des incitatifs) ; Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, *Analyse économique du droit*, 2e éd, Paris, Dalloz, 2008 à la p 127, au para 462.

dirigeants[305] et donc par sa capacité à protéger la valeur actionnariale[306]. En ce sens, la gouvernance d'entreprise se réfère à « l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui "gouvernent" leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire »[307]. Cette définition englobe ainsi les mécanismes de gouvernance dans leurs dimensions, d'une part, interne ou externe identifiées par la théorie de l'agence, et d'autre part, intentionnelle ou spontanée issues de la théorie des coûts de transaction[308].

Classiquement, les mécanismes de gouvernance sont distingués en fonction de leur nature interne ou externe. D'une part, à titre de mécanismes régulateurs externes figurent les marchés de capitaux et de prises de contrôle et, d'autre part, le conseil d'administration et la surveillance mutuelle entre agents agissent comme mécanismes internes[309]. Cet ordonnancement des instruments est celui retenu, puis complété, par Michael Jensen lorsqu'il aborde la transformation de l'environnement économique moderne où opèrent désormais des forces technologiques, politiques et régulatrices nouvelles[310]. Il distingue d'un côté trois forces de contrôle exogènes que sont les marchés de capitaux et de biens et services, le système juridique et politique, et une force de contrôle endogène représentée par le conseil d'administration de la société[311].

---

[305] Eugene F. Fama, « Agency Problems and the Theory of the Firm » (1980) 88 *The Journal of Political Economy* 288 aux pp 292, 294 ; Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 à la p 323.

[306] Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, « A Survey of Corporate Governance » (1997) 52 *The Journal of Finance* 737 à la p 743.

[307] Gérard Charreaux, « Vers une théorie du gouvernement des entreprises » dans Gérard Charreaux, dir, *Le Gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*, Paris, Economica, 1997, 421 aux pp 421–422.

[308] Michael C. Jensen, « The Modern Industrial Revolution, Exit, and Failure of the Internal Control Systems » (1993) 48 *Journal of Finance* 831 à la p 850 et s ; Michael C. Jensen, « Corporate Control and the Politics of Finance » (1991) 4 *Journal of Applied Corporate Finance* 13 ; Oliver E. Williamson, « Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives » (1991) 36 *Administrative Science Quarterly* 269.

[309] Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Separation of Ownership and Control » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 301 aux pp 313–318.

[310] Michael C. Jensen, « The Modern Industrial Revolution, Exit, and Failure of the Internal Control Systems » (1993) 48 *Journal of Finance* 831.

[311] Michael C. Jensen, « The Modern Industrial Revolution, Exit, and Failure of the Internal Control Systems » (1993) 48 *Journal of Finance* 831 à la p 850.

À la suite des travaux de Gérard Charreaux, la classification des différents mécanismes de gouvernance se peaufine davantage[312]. On retrouve parmi les mécanismes externes : le marché financier, du travail, des biens et services, ainsi que les relations de financement avec les banques et les relations avec l'environnement légal, politique et réglementaire. À l'interne, ces mécanismes sont constitués par le contrôle par les actionnaires, la surveillance mutuelle entre dirigeants et les contrôles formels ou informels engagés par les salariés et le conseil d'administration[313]. Aux dimensions interne et externe, il substitue un critère de spécificité ou non-spécificité du mécanisme au motif que l'aspect l'interne ne suffit pas, car la théorie de l'agence ne permet pas une délimitation claire des frontières de la firme[314]. Est donc considéré comme spécifique le mécanisme de gouvernance qui encadre la latitude managériale dans le processus décisionnel, tel que le conseil d'administration, les règles formelles de la société, son règlement interne, ou encore l'assemblée générale des actionnaires. À l'inverse, le mécanisme n'est pas spécifique lorsqu'il s'impose à tous les dirigeants de manière générale, comme en matière de législation[315]. La typologie des instruments de gouvernance s'enrichit par la suite par la référence à l'aspect intentionnel du mécanisme[316]. Issu de l'économie des coûts de transaction, ce critère oppose les mécanismes spontanés, issus du marché, aux mécanismes intentionnels, liés à la dimension hiérarchique[317]. Ainsi, trois formes de gouvernance sont

---

[312] Voir notamment : Gérard Charreaux, dir, *Le Gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*, Paris, Economica, 1997.

[313] Gérard Charreaux, « Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise » dans Gérard Charreaux, dir, *Le Gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*, Paris, Economica, 1997, 141 aux pp 149–150 ; Gérard Charreaux et Jean-Pierre Pitol-Belin, « La théorie contractuelle des organisations : une application au conseil d'administration » dans Gérard Charreaux, dir, *Le Gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*, Paris, Economica, 1997, 165 aux pp 172–173 ; on retrouve également une approche similaire (interne et externe) dans les travaux de Mintzberg sur les pouvoirs dans l'organisation Henry Mintzberg, *Le pouvoir dans les organisations*, 2e éd, Paris, Éditions d'organisation, 2003.

[314] Gérard Charreaux, « Vers une théorie du gouvernement des entreprises » dans Gérard Charreaux, dir, *Le Gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*, Paris, Economica, 1997, 421 à la p 425.

[315] Gérard Charreaux, « Vers une théorie du gouvernement des entreprises » dans Gérard Charreaux, dir, *Le Gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*, Paris, Economica, 1997, 421 aux pp 425–426.

[316] Gérard Charreaux, « Vers une théorie du gouvernement des entreprises » dans Gérard Charreaux, dir, *Le Gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*, Paris, Economica, 1997, 421 à la p 427.

[317] Oliver E. Williamson, « Economic Institutions: Spontaneous and Intentional Governance » (1991) 7 *Journal of Law, Economics and Organization* 159 aux pp 159–160.

identifiées : le marché, la hiérarchie et la forme hybride[318].

Les différents mécanismes de gouvernance influent sur le processus décisionnel au sein de la société par actions et sur l'étendue du pouvoir discrétionnaire du dirigeant. Selon Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, le processus décisionnel se compose de quatre étapes : l'initiative, la ratification, la mise en œuvre et la surveillance[319]. L'ampleur de l'influence des mécanismes aux différentes étapes de la prise de décision dépend également de leur fondement. Dès lors, ces mécanismes n'auront pas la même emprise sur le processus décisionnel et l'espace discrétionnaire des dirigeants selon qu'ils tirent leur origine de l'environnement juridique et réglementaire (le conseil d'administration et l'assemblée générale), du caractère explicite (le contrat écrit) ou implicite (la coopération) de la relation contractuelle, et de la relation d'influence directe (investisseurs institutionnels) ou indirecte (les normes et valeurs éthiques)[320].

Nous nous contentons ici que d'une brève mention des mécanismes de gouvernance et de leur influence sur le processus décisionnel puisque ces questions seront abordées dans l'ensemble de notre travail.

CONCLUSION

Au terme de ce chapitre, nous saisissons la prégnance de la théorie économique dans la représentation de la firme et dans la conception du modèle de gouvernance actionnariale. Toutefois, bien que l'orthodoxie économique demeure pertinente dans le cadre d'une analyse en gouvernance, elle présente certains écueils que les représentations alternatives de la firme tentent de surmonter. Sans pour autant être en rupture totale avec l'approche contractuelle, elles permettent, dans une certaine mesure, d'esquisser les contours de l'entité juridique qu'est la société par actions. De la sorte, elles peuvent contribuer à ajuster les mécanismes de gouvernance au regard, par exemple, des ressources cognitives qu'ils mobilisent ou de leurs

---

[318] Oliver E. Williamson, « Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives » (1991) 36 *Administrative Science Quarterly* 269 aux pp 269–270.

[319] Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Separation of Ownership and Control » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 301 aux pp 303–304.

[320] Gérard Charreaux, « Vers une théorie du gouvernement des entreprises » dans Gérard Charreaux, dir, *Le Gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*, Paris, Economica, 1997, 421 aux pp 432–433.

fonctions dans l'expression et la formulation de la volonté sociale.

Somme toute, les représentations de la firme fournissent ainsi autant de justifications à des modalités d'exécution différenciées de l'impératif de maximisation de la valeur de la société. En effet, si la création de valeur pour la société et ses actionnaires demeure le point de mire unique d'une gouvernance optimale de la société par actions, elle ne prescrit pas pour autant la mise en œuvre exclusive de stratégies strictement économique et financière. C'est dire qu'elles ouvrent la porte à d'autres stratégies créatrices de valeur, qu'elles soient à long terme, durables et équitables ou encore inclusives et respectueuses d'intérêts pluraux.

CHAPITRE 2. — LA RELATION FIDUCIAIRE DANS L'ENTREPRISE

INTRODUCTION

Étant donné les pouvoirs et le rôle des administrateurs et des dirigeants pour « gérer les activités et les affaires internes de la société, ou en surveiller la gestion »[321], la législation en droit des sociétés par actions leur impose des obligations. Ces dernières visent à préserver l'intégrité et la qualité de leur gestion par le respect de standards relatifs à leur compétence, leur prudence, leur soin, leur loyauté et leur bonne foi[322]. Si l'obligation de loyauté et l'obligation de diligence sont communément désignées comme des obligations fiduciaires, il faut rappeler que seule l'obligation de loyauté est de nature fiduciaire. Elle réfère à une norme de conduite qui impose « d'agir avec intégrité et bonne foi au mieux des intérêts de la société ». Quant à l'obligation de diligence, la norme légale impose « de faire preuve de diligence dans la gestion et la surveillance de la gestion des affaires de la société »[323].

En plus d'encadrer l'aléa moral des membres de la direction, le dispositif fiduciaire marque « la volonté de protéger et de renforcer l'intégrité des institutions et des entreprises sociales »[326]. En imposant des normes de conduite aux administrateurs, ils sont contraints et incités à exercer leur pouvoir de gestion dans l'intérêt de la société. L'interprétation de ces normes de conduite par la jurisprudence a permis, dans une moindre mesure, d'élargir la notion d'intérêt social au-delà des seuls intérêts des actionnaires. En effet, il est désormais loisible aux dirigeants de prendre en compte dans la conduite des affaires de la société les intérêts d'autres parties prenantes, tels que ceux des employés, des fournisseurs, des consommateurs et de l'environnement dans lequel la société opère[327]. Comme nous le verrons en détail dans notre cinquième chapitre, les législations canadienne et québécoise sur les sociétés par actions permettent également à toute partie intéressée de demander au tribunal de redresser une situation

---

[321] Art 112 LCSA ; art 102(1) LSA.
[322] Art 122(1) LCSA ; art 119 LSA ; art 322 CcQ.
[323] *Magasins à rayons Peoples inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 au para 32 (CanLII).
[326] *Hodgkinson c Simms*, 1994 CanLII 70 (CSC).
[327] *BCE Inc c Détenteurs de débentures 1976*, [2008] RCS 560 à la p 584, au para 39, citant en partie la décision *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 à la p 482, au para 42.

dans laquelle ses intérêts en droit ou en équité ont été lésés par le comportement abusif des administrateurs[328].

Dans la dernière édition de leur ouvrage *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Reinier Kraakman et autres nous rappellent que :

> [T]he appropriate goal of corporate law is to advance the aggregate welfare of all who are affected by a firm's activities, including the firm's shareholders, employees, suppliers, and customers, as well as third parties such as local communities and beneficiaries of the natural environment[329].

La raison d'être de la société par actions, et qui a fait son succès, est de faciliter l'agrégation de capitaux provenant de différents types d'investisseurs et d'en confier la gestion à des dirigeants dont c'est le métier. Cependant, ces investisseurs ont des préférences divergentes quant à l'allocation et à l'usage de leurs capitaux. La création de valeur à court ou long terme, la distribution régulière de dividendes, le choix de stratégies conservatrices ou risquées sont autant de préférences contradictoires qui prennent corps parmi les sociétaires. Dans le cadre de notre problématique, le droit des sociétés et le droit des contrats visent principalement à s'assurer que les membres de la haute direction de la société assurent une gestion équitable et responsable, respectueuse de la pluralité d'intérêts, en vue de maximiser la création de valeur pour les actionnaires. Afin d'éviter que le groupe qui dispose du contrôle de la société abuse de ses prérogatives à des fins personnelles ou contraires à l'intérêt de la société, l'environnement juridique et réglementaire procure les contraintes et les incitatifs indispensables à la poursuite de cet objectif général.

Depuis les travaux de Jensen et Meckling de 1976[330], le modèle principal-agent constitue le cadre d'analyse principal pour l'élaboration des mécanismes permettant d'encadrer la conduite des administrateurs et des dirigeants en lien avec le principe de maximisation de la

---

[328] Art 241 LCSA ; art 453 LSA ; voir *infra* chapitre 6.

[329] John Armour, Henry Hansmann, Reinier Kraakman et Mariana Pargendler, « What Is Corporate Law? » dans Reinier Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3e éd, New York, Oxford University Press, 2017, 1 aux pp 22–23.

[330] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economy* 305.

valeur. Le droit des sociétés permet la mise en place de mécanismes qui permettent de répondre à trois principales sources d'opportunismes qui nuisent à l'efficacité de la société par actions : les conflits entre les dirigeants et les actionnaires, les conflits entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires et les conflits entre les actionnaires et d'autres intervenants à la société[331]. Les obligations « fiduciaires » sont donc un instrument à la disposition des actionnaires pour limiter l'aléa moral des dirigeants[332]. Elles sont également une protection qui leur est accordée afin de pallier l'incomplétude des termes de leur relation avec la société et le risque qui en découle. À ce titre, les administrateurs et les dirigeants sont redevables à l'égard de la société de devoirs de diligence et de loyauté[333]. D'une part, ils doivent agir de manière informée et raisonnable, et d'autre part, ils sont tenus d'éviter tout conflit d'intérêts et d'agir avec intégrité et bonne foi au mieux des intérêts de la société.

Dans une première section, nous présentons les jalons conceptuels et prétoriens qui ont conduit au développement et à l'application d'un principe fiduciaire au domaine corporatif. Nous explorons ainsi la filiation du devoir de loyauté avec l'obligation fiduciaire issue de l'equity et de la common law. L'évolution historique du principe fiduciaire a permis d'appréhender le particularisme des rapports sociétaires en spécifiant les implications de la qualification juridique de fiduciaire pour les administrateurs et les dirigeants. Si la mise en œuvre du principe fiduciaire en droit des sociétés a eu vocation à imposer des normes de conduite aux administrateurs de sociétés par actions, les tribunaux ont veillé à ce qu'elle n'entrave pas la conduite des affaires en délimitant clairement les comportements attendus. Dans une seconde section, nous abordons les différents conflits qui selon leur nature ne mettent pas en cause les mêmes acteurs ni les mêmes standards de conduite. Certains conflits et

---

[331] John Armour, Henry Hansmann, Reinier Kraakman et Mariana Pargendler, « What Is Corporate Law? » dans Reinier Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3e éd, New York, Oxford University Press, 2017, 1 à la p 2.

[332] Simone M. Sepe, « Corporate Agency Problems and Dequity Contracts » (2010) 36 *Journal of Corporation Law* 113 à la p 140 ; Raymonde Crête, Marc Lacoursière et Cinthia Duclos, « Partie II : la rationalité du particularisme juridique des rapports de confiance dans les services de conseils financiers et de gestion de portefeuille » (2009) 39 *Revue générale de droit* 523 à la p 546 (« L'opportunisme est entendu dans un sens large pour inclure le risque de déloyauté et le risque d'incompétence et de négligence »).

[333] Art 119 LSA, art 122(1) LCSA ; *Magasins à rayons Peoples inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 aux para 35, 42 (CanLII).

comportements font l'objet d'une plus grande attention des tribunaux alors que d'autres bénéficient de la déférence judiciaire.

SECTION 1. — LE PRINCIPE FIDUCIAIRE EN DROIT DES SOCIÉTÉS

Le professeur Paul D. Finn écrivait en 1977 dans son ouvrage *Fiduciary Obligations* que le rapport fiduciaire était à la recherche d'un principe[334]. Deux années auparavant, le professeur Ernest J. Weinrib écrivait déjà que « the hallmark of a fiduciary relation is that the relative legal positions are such that one party is at the mercy of the other's discretion »[335]. Cette première section nous permettra d'explorer les origines et la portée d'une notion vieille de trois siècles[336] qui donne corps à l'obligation fiduciaire de loyauté qui pèse aujourd'hui sur les administrateurs et les dirigeants de sociétés par actions au Canada.

L'obligation fiduciaire peut se manifester de différentes façons. Tout d'abord, elle est présumée préexister pour un certain nombre de relations comme celle du fiduciaire-bénéficiaire. D'une autre façon, l'obligation fiduciaire naît des faits propres à certaines relations et il est du ressort des tribunaux de procéder à la qualification à l'aide de différents critères. Enfin, l'obligation fiduciaire trouve son origine dans la loi comme pour l'obligation fiduciaire de l'administrateur envers la société. Qu'il s'agisse d'une relation fiduciaire en soi ou d'une relation fiduciaire *ad hoc*, l'obligation fiduciaire a pour objet « to maintain the integrity of socially and economically valuable or necessary relationships of high trust and confidence that are essential to the effective interdependent functioning of society »[337].

Sous-section 1. — L'identification de la relation fiduciaire

Au Canada, plusieurs juridictions, dont la Cour suprême, ont progressivement affirmé l'existence d'un principe fiduciaire propre à certaines relations avant de tenter d'en dégager un principe général. Un long courant jurisprudentiel a donc élargi le concept pour dépasser la typologie par catégories et parvenir à proposer un principe commun capable d'englober un

---

[334] Paul D. Finn, *Fiduciary Obligations*, Sydney, Law Book Co, 1977 à la p 1.
[335] Ernest J. Weinrib, « The Fiduciary Obligation » (1975) 25 *University of Toronto Law Journal* 1 à la p 4.
[336] Leonard I. Rotman, *Fiduciary Law*, Toronto, Thompson Carswell, 2005 à la p 153.
[337] Leonard I. Rotman, *Fiduciary Law*, Toronto, Thompson Carswell, 2005 à la p 13.

ensemble plus large de situations.

Paragraphe 1. — L'approche traditionnelle : l'analyse catégorielle

Le concept fiduciaire trouve ses sources en *equity*. Placé sous la juridiction exclusive de la Cour de la Chancellerie, le principe fiduciaire visait originairement la fiducie et ses bénéficiaires. L'origine latine de l'adjectif fiduciaire, *fiduciarius*, désigne expressément la personne dont les valeurs sont attachées à la notion de confiance[338]. Les cours anglaises ont ainsi fait du concept le point d'ancrage à la construction de la fiducie. La multiplication des rapports de nature fiduciaire dans la sphère économique, financière et sociétale a contribué à faire de ce concept un véritable « adjectif péripatétique »[339]. Plus particulièrement, la tendance sociétale au « pooling », c'est-à-dire aux transferts de ressources d'une multitude de participants à un groupe restreint d'experts, a attiré l'attention sur les relations fiduciaires et les règles qui les gouvernent[340]. Dans ces relations où la mise en commun des ressources permet la réalisation d'économies d'échelle, le transfert des risques de l'individu au groupe permet la réalisation de projets qui ne pourraient pas être entrepris individuellement. Toutefois, ce transfert de risques s'accompagne d'un transfert de droits de contrôle qui peuvent être à l'origine d'abus de pouvoir. Afin de préserver les bénéfices de ces relations et de limiter les abus, le principe fiduciaire s'articule autour de standards de conduite exigeants résultants d'une construction prétorienne.

Dans la décision de la Cour suprême *Lac Minerals Ltd v International Corona Resources Ltd*[341], le juge La Forest a rappelé que l'obligation fiduciaire correspond à « l'obligation de loyauté, qui comprendra le plus souvent l'obligation d'éviter les conflits de devoirs ou d'intérêts et celle de ne pas faire de profit aux dépens du bénéficiaire »[342]. Dans la célèbre décision anglaise *Keech v Sanford*[343], les juges ont établi un devoir fiduciaire de loyauté permettant de contrôler

---

[338] Du latin *fiducia*.
[339] Paul D. Finn, « The Fiduciary Principle » dans Timothy G. Youdan, dir, *Equity, Fiduciaries and Trusts*, Toronto, Carswell, 1989, 1 à la p 1.
[340] Tamar Frankel, « Fiduciary Law » (1983) 71:3 *California Law Review* 795 à la p 804.
[341] *Lac Minerals Ltd c International Corona Resources Ltd*, [1989] 2 RCS 574.
[342] *Lac Minerals Ltd c International Corona Resources Ltd*, [1989] 2 RCS 574 aux pp 646–647.
[343] (1726) Sel Cas Ch 61, 25 ER 223.

la gestion d'une fiducie par son détenteur au regard des intérêts de son bénéficiaire[344]. Dans cette affaire, le détenteur d'une propriété, mise en fiducie au profit d'un bénéficiaire mineur, avait demandé le renouvellement du bail avant l'échéance du terme. Le bailleur avait refusé le renouvellement au motif que le bail était souscrit au profit d'un marché et ne pouvait l'être au profit de l'enfant. Le détenteur avait donc obtenu le renouvellement en son nom propre. En l'espèce, la Cour a décidé que le bail devait être assigné au bénéficiaire et que le détenteur soit indemnisé pour tout engagement compris dans le bail[345]. Également désignée comme l'affaire du « Rumford Market »[346], cette décision a imposé une conception stricte de la règle du devoir fiduciaire[347]. Effectivement, dans le cadre d'une fiducie, la Cour a rendu inopportune toute modération du principe général selon lequel « [the] benefits acquired in breach of fiduciary obligation are held on constructive trust and belong in equity to the person to whom the obligation is owed »[348]. Par conséquent, cette règle d'application stricte a très tôt rempli une fonction prophylactique puisque les administrateurs de fiducie n'étaient pas autorisés à tirer profit de situations qui pouvaient les amener à perdre de vue leur devoir à l'égard des bénéficiaires[349].

---

[344] The Honourable Mr. Justice Gérard V. La Forest, « Overview of Fiduciary Duties » dans Alan Macinnes et Barbara M. Hamilton, dir, *Fiduciary Duties: Conflicts of Interest*, Winnipeg, Law Society of Manitoba, Legal Studies Dept, 1993, 1 à la p 2.

[345] *Keech v Sanford*, (1726) 25 ER 223 aux pp 223–224 (Le Lord Chancelier déclarait ainsi « though I do not say there is a fraud in this case, yet he should rather have let it run out, than to have had the lease to himself. This may seem hard, that the trustee is the only person of all mankind who might not have the lease: but it is very proper that rule should be strictly pursued, and not in the least relaxed; for it is very obvious what would be the consequence of letting trustees have the lease, on refusal to renew to *cestui que use*. So decreed, that the lease should be assigned to the infant, and that the trustee should be indemnified from any covenants comprised in the lease, and an account of the profits made since the renewal »).

[346] *Owen v Williams*, [1773] Ambler 734, 27 ER 474 à la p 737.

[347] *Keech v Sanford*, [1726] 25 ER 223, No 62 à la p 223.

[348] Andrew D. Hicks, « The Remedial Principle of Keech v. Sandford Reconsidered » (2010) 69 *Cambridge Law Journal* 287 à la p 288.

[349] *Parker (Public Officer of National Bank) v McKenna and others*, [1874-80] All ER Rep 443 ; [1874-75] LR 10 Ch App 96 (« It is a rule founded on the highest and truest principles of morality, and one which is inflexible and will be applied inexorably by the court, that an agent will not be allowed to put himself into a position in which his interest and his duty will be in conflict ») ; *Ex parte Lacey*, [1802] 6 Ves Jr 625, 31 ER 1228 à la p 1229 (« though you may see in a particular case, that he [the trustee] has not made advantage, it is utterly impossible to examine upon satisfactory evidence in the power of the Court […] [e.g.] the power of the parties » par le Lord Chancellor Elton) ; *Bulkley v Wilford* (1834) 8 Bligh NS aux pp 111, 143 et 147 ; Andrew D. Hicks, « The Remedial Principle of Keech *v.* Sandford Reconsidered » (2010) 69 *Cambridge Law Journal* 287 à la p 290.

Cette position a été confirmée par la décision *Boardman v Phipps*[350] où la Chambre des lords a décidé à la majorité que dans une affaire où la probité fiduciaire est prouvée, sans aucun doute possible, elle ne peut cependant pas autoriser à faire des percées dans une règle qui opère souvent dans des cas où la preuve n'a pas une telle clarté. Le fidéicommissaire doit agir dans le meilleur intérêt de son bénéficiaire sans en retirer un profit pour lui-même. Les exécuteurs et administrateurs entrent dans cette catégorie[351]. À partir de la décision *Hugenin v Baseley*[352], un remède d'*equity* s'est développé pour déterminer la réparation appropriée à ces situations. Cette règle, qui s'inscrit dans la doctrine de la fraude constructive, exige lorsqu'une transaction injuste est annulée que la propriété soit restituée à la victime[353]. Ainsi, la règle selon laquelle « the fundamental rule of equity that a person in a fiduciary capacity must not make a profit out of his trust » et « not place himself in a position where his interest and duty may conflict » est codifiée dans le droit québécois[354]. Par exemple, l'article 324 CcQ reproduit l'interdiction qui est faite en common law à l'administrateur « de se placer dans une situation de conflit entre son intérêt personnel et ses obligations d'administrateur »[355]. De la même manière, la règle de common law en vertu de laquelle tout avantage personnel doit être remis au bénéficiaire, sauf si ce dernier l'autorise, se retrouve également dans le Code civil[356].

Les administrateurs de fiducies sont devenus le point de départ à un élargissement qui a ensuite visé l'ensemble des personnes placé dans une position de confiance ou dont la réalisation d'une tâche dépendait[357]. Dans une certaine mesure, la relation fiduciaire est celle pour laquelle une faute existe et la solution qui peut être imposée à l'encontre du fautif pour le compte du principal est la même que celle qui existerait à l'encontre du fidéicommissaire pour le compte

---

[350] *Boardman v Phipps*, [1967] 2 AC 46.

[351] Robert E. Megarry, « Historical Development » dans Law Society of Upper Canada, *Fiduciary duties, Special Lectures of the Law Society of Upper Canada*, Scarborough, De Boo, 1990, 1 à la p 4.

[352] *Hugenin v Baseley*, [1807] 14 Ves 273.

[353] *Earl of Chesterfield v Janssen*, [1751] 2 Ves Sen 125.

[354] Arts 324, 2138(2) CcQ ; sur le rôle de la common law pour apprécier l'interdiction de conflits d'intérêts, voir *Gravino c Enerchem Transport inc*, 2008 QCCA 1820 (CanLII) aux para 43, 56.

[355] Art 324 CcQ ; *Aberdeen Rail Co v Blaikie Brothers*, [1843-60] All ER Rep 249.

[356] Arts 323, 2146 CcQ ; soulignons qu'en droit civil au Québec, la fiducie n'est pas le fondement utilisé pour la qualification des devoirs généraux des administrateurs.

[357] Donovan W. M. Waters, *Law of Trusts in Canada*, 2e éd, Toronto, Carswell, 1984 à la p 712.

du bénéficiaire[358]. Tout essai de définition a donc mis l'accent sur la qualité essentielle de toute relation fiduciaire, la confiance. Dès lors, toute solution qui était susceptible d'être appliquée à l'encontre d'un fiduciaire était celle qui pouvait être envisagée à l'encontre d'un fidéicommissaire sur le même fondement. Cependant, plus qu'une définition, il s'agit avant tout de l'identification d'une caractéristique commune permettant d'assimiler les situations semblables à celle de la fiducie[359]. En effet, le terme de fiduciaire est bien plus que la relation présentée dans le cadre d'une fiducie. Alors que le fidéicommissaire détient un titre de propriété, un dirigeant d'entreprise ou un agent immobilier gèrent des biens qui appartiennent à d'autres. Ils ne sont pas à proprement parler des fidéicommissaires[360].

Au Canada, dans la décision de la Cour suprême *Lac Minerals*[361], le juge Sopinka a considéré le principe fiduciaire comme un « outil émoussé » de l'*equity* appliqué par les juges lorsque cela est particulièrement nécessaire[362]. Au-delà de l'imposition d'un standard de moralité, l'extension du champ fiduciaire a été menée en vue de réaliser un second objectif, celui de combiner le principe fiduciaire avec la mise en place d'une grille d'analyse pertinente pour appréhender les situations où les obligations fiduciaires ne sont pas respectées[363]. L'enjeu apparaît clairement défini, il s'agit de prendre en considération les relations où les personnes ne sont pas en position d'égalité et donc potentiellement vulnérables.

À force de raisonnement par analogie aux situations présentant des caractéristiques communes, mais aux contextes factuels différents, les cours ont développé une approche de principe en matière d'obligations fiduciaires. En effet, l'approche par catégorie associée à l'absence d'un principe général s'est avérée être insatisfaisante sur le plan de l'analyse opérée

---

[358] *West of England & South Wales District Bank Ex p Dale & Co, Re,* [1879] LR 11 Ch D 772, n 778 (« What is a fiduciary relationship? It is one in respect of which if a wrong arise, the same remedy exists against the wrongdoer on behalf of the principal as would exist against a trustee on behalf of the *cestui que trust* »).

[359] Leonard S. Sealy, « Fiduciary Relationships » (1962) *Cambridge Law Journal* 69 aux pp 72–73.

[360] Peter D. Maddaugh, « Definition of fiduciary duty » dans Law Society of Upper Canada, *Fiduciary duties, Special Lectures of the Law Society of Upper Canada*, Scarborough, De Boo, 1990, 1 à la p 17.

[361] *Minerals Ltd v International Corona Resources Ltd*, [1989] 2 SCR 574.

[362] *Minerals Ltd v International Corona Resources Ltd*, [1989] 2 SCR 574 à la p 595.

[363] The Honourable Mr. Justice Gérard V. La Forest, « Overview of Fiduciary Duties » dans Alan Macinnes et Barbara M. Hamilton, dir, *Fiduciary Duties: Conflicts of Interest*, Winnipeg, Law Society of Manitoba, Legal Studies Dept., 1993, 1 à la p 1.

par les juges et parfois injuste au regard des différentes catégories possiblement concernées. Un tel type d'analyse laissait planer une grande incertitude sur le traitement qui allait être réservé à la situation litigieuse. Effectivement, plutôt que de s'interroger sur l'existence réelle d'une obligation fiduciaire entre les parties, on s'attelait plus à déterminer comment associer le problème à l'une des catégories préétablies.

Au Canada, le processus a débuté dans le contexte du droit des peuples autochtones dans la décision *Guerin c La Reine*[364]. Dans cette affaire, le gouvernement fédéral avait donné à bail à un club de golf de Vancouver une partie de la réserve de la bande indienne Musqueam. Par son analyse des faits, le juge Dickson a considéré que Sa Majesté avait une obligation fiduciaire à l'égard des réserves indiennes. Il a ensuite précisé que les Indiens avaient la qualité de bénéficiaires sur leurs réserves et qu'il appartenait à Sa Majesté de veiller à la protection de ce droit et, par conséquent, des intérêts des bénéficiaires[365]. Sur ce point, les propos du juge Dickson sont particulièrement éclairants :

> On dit parfois que la nature des rapports fiduciaires est établie et définie complètement par les catégories habituelles de mandataire, de fiduciaire, d'associé, d'administrateur, etc. Je ne partage pas cet avis. L'obligation de fiduciaire découle de la nature du rapport et non pas de la catégorie spécifique dont relève l'acteur. Comme en matière de négligence, il faut se garder de conclure que les catégories de fiduciaires sont exhaustives[366].

Le concept fiduciaire a été appliqué à de multiples relations où l'une des parties disposait d'une certaine discrétion et était investie de pouvoirs susceptibles de porter atteinte aux intérêts légaux ou matériels du principal. L'élaboration de règles rigoureuses à l'égard des fiduciaires a ainsi eu pour objectif d'encadrer cet espace discrétionnaire[367]. Comme le soutenait le professeur E. Weinrib dans son article *The Fiduciary Obligation* :

> [The fiduciary relation] is a relation in which the principal's interests can be affected by, and are therefore dependent on, the manner in which the fiduciary uses the discretion which has been delegated to him. The fiduciary is the law's blunt tool for the control of

---

[364] *Guerin c La Reine*, [1984] 2 RCS 335.

[365] *Guerin c La Reine*, [1984] 2 RCS 335 aux para 22–23.

[366] *Guerin c La Reine*, [1984] 2 RCS 335 au para 99.

[367] Ernest J. Weinrib, « The Fiduciary Obligation » (1975) 25 *University of Toronto Law Journal* 1 à la p 4 ; voir également *Laskin v Bache & Co Inc*, [1972] 23 DLR (3e) 385 au para 20 (On CA).

this discretion[368].

Dans une décision de la Cour suprême du Canada *Canson*[369], les juges ont considéré qu'un avocat avait manqué à l'obligation fiduciaire de divulgation due à son client alors même qu'il n'y avait pas de conflit entre l'intérêt personnel de l'avocat et la divulgation.

Les catégories libellées fiduciaires ont connu une certaine expansion dans de nombreux domaines, notamment corporatif. En effet, le rapport entretenu par l'administrateur avec la société a très tôt été reconnu comme impliquant des devoirs « fiduciaires » aussi bien en droit anglais[370] qu'en droit canadien[371]. Dans la décision *Canadian Aero c O'Malley*[372], la Cour suprême du Canada a expressément arrimé l'obligation de fiduciaire des fonctionnaires supérieurs d'une société à un principe d'*equity* « qui a pour fondements les critères généraux [que sont] la loyauté, la bonne foi et l'absence de conflits d'intérêts et d'obligations »[373]. Précisons qu'au Québec, la mise en œuvre des devoirs « fiduciaires » de common law s'est faite progressivement et non sans difficultés[374]. Dans un premier temps, l'approche en équité représentée par la décision *Canadian Aero* inspira les tribunaux québécois pour imposer les devoirs « fiduciaires » au mandataire du Code civil. Dans un deuxième temps, l'arrêt de la Cour suprême du Canada *Banque de Montréal c Kuet Leong*[375] mit fin à la nécessité d'établir la

---

[368] Ernest J. Weinrib, « The Fiduciary Obligation » (1975) 25 *University of Toronto Law Journal* 1 à la p 7.

[369] *Canson Entreprises Ltd v Boughton and Co*, [1991] 3 SCR 534.

[370] *Charitable Corporation v Sutton*, (1742) 26 ER 642 ; *Aberdeen Rail Co v Blaikie Brothers*, [1843-60] All ER Rep 249 ; *Regal (Hastings) Ltd v Gulliver and Others*, [1942] 1 All ER 378 à la p 389, 395.

[371] *Sun Trust Co c Bégin*, [1937] RCS 305 ; *Zwicker c Stanbury*, [1953] 2 RCS 438 ; *Peso Silver Mines Ltd c Cropper*, [1966] RCS 673 ; *Canadian Aero Service Ltd c O'Malley*, [1974] RCS 592 ; *Frame c Smith*, [1987] 2 RCS 99 aux pp 134, 136 ; *Lac Minerals Ltd c International Corona Resources Ltd*, [1989] 2 RCS 574 à la p 597 ; *McClurg c The Queen*, [1990] 3 RCS 1020 à la p 1040 ; *Alberta v Elder Adovocated of Alberta Society*, 2011 CSC 24.

[372] *Canadian Aero c O'Malley*, [1974] RCS 592.

[373] *Canadian Aero c O'Malley*, [1974] RCS 592 au para 31.

[374] Notamment avant 1985 où les tribunaux québécois usaient de deux approches contradictoires : la première, alimentait par de nombreuses décisions de la Cour suprême, appliquait les devoirs de common law aux administrateurs de sociétés québécoises au motif qu'ils étaient des « fiduciaires ou quasi fiduciaires »; la seconde, de filiation civiliste, refusait leur application pour leur priviligier les dispostions du *Code civil du Bas-Canada* : voir Paul Martel, *La société par actions au Québec. Les aspects juridiques*, vol 1, Montréal, Wilson & Lafleur, 2018 aux para 23–175 à 23–180 ; Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 4e éd, Montréal, Thémis, 2018 [à paraître] à la p 26, para 845.

[375] *Banque de Montréal c Kuet Leong*, [1989] 2 RCS 429.

fonction d'administrateur, de fonctionnaire supérieur ou de mandataire pour faire application des devoirs « fiduciaires ». Enfin dans un troisième temps, le Code civil de 1994 a réintégré cette exigence puisqu'il a arrimé les devoirs de common law au regard de différents statuts juridiques, tels le mandataire et l'administrateur du bien d'autrui[376]. Par conséquent, le devoir d'agir dans le meilleur intérêt d'un bénéficiaire (art 1309 CcQ), d'un client (art 2100 CcQ) ou d'un mandant (art 2138 CcQ) est assimilable au devoir fiduciaire de common law[377].

Paragraphe 2. — L'approche renouvelée : l'analyse multicritère

Deux décisions de la Cour suprême du Canada ont contribué à dégager une approche pour l'identification d'une relation fiduciaire à partir de critères communs. Tout d'abord, dans la décision *Frame v Smith*[392], la juge Wilson, dissidente, a considéré qu'il était nécessaire d'identifier le principe sous-jacent aux relations fiduciaires pour pouvoir élargir l'éventail des relations visées sous cette dénomination[393]. La juge a proposé une série de trois critères permettant d'identifier et de qualifier une relation fiduciaire :

> (1) le fiduciaire peut exercer un certain <u>pouvoir discrétionnaire</u>.
>
> (2) le fiduciaire peut <u>unilatéralement exercer ce pouvoir</u> discrétionnaire de manière à avoir un effet sur les intérêts juridiques ou pratiques du bénéficiaire.
>
> (3) le bénéficiaire est <u>particulièrement vulnérable ou à la merci</u> du fiduciaire qui détient le pouvoir discrétionnaire [soulignement ajouté][394].

Puis, dans la décision *Minerals Ltd v International Corona Resources Ltd*[395], l'approche de *Frame v Smith* a été affinée. Pour le juge Sopinka, les critères de dépendance ou de vulnérabilité sont les éléments clés d'une analyse en matière de devoirs fiduciaires. De tels

---

[376] Pour plus de détails, voir Paul Martel, *La société par actions au Québec. Les aspects juridiques*, vol 1, Montréal, Wilson & Lafleur, 2018 aux para 23–173 à 23–198 et 25–128 à 25–133.1.

[377] Raymonde Crête, Geneviève Brisson, Mario Naccarato et Marc Lacoursière, « La prévention dans la distribution de services de placement » dans Raymonde Crête et al, dir, *La confiance au cœur de l'industrie des services financiers*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2009 à la p. 259.

[392] *Frame v Smith*, [1987] 2 SCR 99.

[393] *Frame v Smith*, [1987] 2 SCR 99 au para 57.

[394] *Frame v Smith*, [1987] 2 SCR 99 au para 60.

[395] *Minerals Ltd v International Corona Resources Ltd*, [1989] 2 SCR 574.

critères devraient d'ailleurs être préexistants ou inhérents à la relation entre les deux parties[399]. Le seul fait pour une personne d'exécuter une tâche pour le compte d'une autre ne suffit pas à identifier une relation fiduciaire, encore faut-il que « the task must be such that, in its execution, the beneficiary is objectively expected to depend implicitly on the conduct of the fiduciary »[400].

En plus des obligations fiduciaires, le droit propose de nombreux mécanismes qui visent à protéger les personnes placées dans des situations de vulnérabilité (ex. l'abus d'autorité, le devoir de diligence, l'enrichissement sans cause, etc.). Une décision de la Cour d'appel du Nouveau-Brunswick *White v Central Trust Co*[401] constitue un exemple d'un raisonnement judiciaire basé avant tout sur la recherche d'un principe général plutôt que sur l'identification d'une catégorie particulière[402]. Cette décision qui traite d'un cas d'enrichissement sans cause illustre parfaitement le déplacement graduel qui s'opère des catégories fiduciaires vers la reconnaissance d'un principe général qui les transcende. L'articulation des régimes de responsabilité et de droits particuliers a contribué à faire émerger un principe général identifié dans les situations où l'une des parties est en situation de faiblesse. L'enjeu d'un tel principe est simple, il formalise strictement l'interdiction de toute prise d'avantage ou d'intérêt injustifiée au détriment de l'une des parties. Malgré l'absence d'un principe fiduciaire explicite, il n'en demeure pas moins que la liste des catégories susceptibles d'être qualifiées de relations fiduciaires n'a jamais été définitive. La recherche d'un principe général a été lente, car l'on a craint que la mise en œuvre des remèdes d'*equity* en cas de manquements, telle la fiducie par interprétation, risquait d'entraver le cours normal des activités commerciales[403].

Bien que les critères ci-dessus aient permis une meilleure compréhension de la nature du

---

[399] *Minerals Ltd v International Corona Resources Ltd*, [1989] 2 SCR 574 à la p 606.

[400] D. S. K. Ong, « Fiduciaries: Identification and Remedies » (1984–1986) 8 *University of Tasmania Law Review* 311 à la p 315.

[401] *White v Central Trust Co*, [1984] 7 DLR (4e) 236 (Nb CA).

[402] *White v Central Trust Co*, [1984] 7 DLR (4e) 236 (Nb CA) (« As I have tried to indicate the well recognized categories of unjust enrichment must be regarded as clear examples of the more general principle that transcends them. We are currently in a similar position with regard to unjust enrichment as we are in relation to negligence where we have for some time been abandoning recourse to particularized duties in favour of a generalized duty to one's neighbour […] », n 30 à la p 309).

[403] Anthony Mason, « Theme and Prospects » dans Paul D. Finn, dir, *Essays in Equity*, Sydney, Law Book Co, 1985, 242 à la p 246.

devoir qui incombe au fiduciaire, ils n'ont pas rendu plus aisée l'élaboration d'une définition apte à rendre pleinement compte de la relation fiduciaire. En s'abstenant délibérément de définir précisément la relation fiduciaire, les juges ont conservé, d'une part, la possibilité d'appréhender d'autres relations et, d'autre part, d'empêcher que certaines personnes puissent détourner la loi si les contours d'une telle relation avaient été clairement définis[404]. Dès lors, les juges ont protégé le concept fiduciaire en maintenant leur pouvoir d'interprétation pour pouvoir éventuellement saisir des relations où une personne s'engage à agir dans l'intérêt d'une autre sans égard à leur nature contractuelle, onéreuse ou gratuite[405]. Ainsi, peuvent tomber sous le coup de la qualification fiduciaire bon nombre d'engagements, qu'ils soient par ailleurs de nature expresse ou tacite[406]. Néanmoins, des formalisations du concept reprenant ces différentes composantes ont été proposées[407].

D'autres types de rapports, compte tenu de leur proximité à la relation fiduciaire, ont contribué au maintien d'une démarcation confuse entre les relations fiduciaires et les autres. En effet, tous les rapports où l'équité, la bonne foi et la confiance sont attendues ne donnent pas *de facto* naissance à une relation de type fiduciaire[408]. Par exemple, un déséquilibre dans le pouvoir de négociation caractérise une situation inéquitable. Dans cette situation, le pouvoir d'une partie est tel qu'elle est en mesure d'user de sa position pour conclure un accord qui serait abusif à l'égard de l'autre partie. Ce type de relation à une certaine proximité avec la relation fiduciaire, car elle illustre une situation de dépendance et de vulnérabilité. Cependant, elle s'en distingue lorsqu'il n'est pas attendu de l'une des parties qu'elle se soit engagée à agir dans les intérêts de l'autre, considérée être en position de faiblesse. De la même manière, la bonne foi ne se réduit pas à une notion clairement définie puisqu'elle implique : « the promotion of cooperation

---

[404] Malcom D. Talbott, « Restitution Remedies in Contract Cases: Finding a Fiduciary or Confidential Relationship to Gain Remedies » (1959) 20 *Ohio State Law Journal* 320 aux pp 322–323 ; Peter D. Maddaugh, « Definition of Fiduciary Duty » dans Law Society of Upper Canada, *Fiduciary Duties, Special Lectures of the Law Society of Upper Canada*, Scarborough, De Boo, 1990, 15 à la p 21.

[405] Austin W. Scott, « The Fiduciary Principle » (1949) 37 *California Law Review* 539 à la p 540.

[406] *Hospital products Ltd v United States Surgical Corp*, [1984] 55 ALR 417 à la p 454.

[407] J. R. Maurice Gautreau, « Demystifying the Fiduciary Mystique » (1989) 68 *Canadian Bar Review* 1 à la p 7.

[408] Peter D. Maddaugh, « Definition of Fiduciary Duty » dans Law Society of Upper Canada, *Fiduciary duties, Special Lectures of the Law Society of Upper Canada*, Scarborough, De Boo, 1990, 15 à la p 23.

between parties to a relationship; the curtailment of the use of one's power over another; and the exaction of "neighbourhood" in a relationship »[409]. Dans un tel contexte, une partie est en mesure de porter atteinte à l'intérêt de l'autre, ne serait-ce qu'en adoptant une posture passive dans le rapport contractuel. Par exemple, la bonne foi impose à une partie qui dispose d'informations particulières de les communiquer à l'autre afin que l'opération soit considérée comme équitable. La proximité de la relation fiduciaire avec d'autres relations explique parfois leur chevauchement. Effectivement, dans de nombreuses situations, comme celle du traitement des actionnaires minoritaires par les majoritaires, l'objectif réside dans la poursuite d'intérêts multiples, et non pas uniquement de l'intérêt de l'un d'eux. La proximité du concept fiduciaire s'étend également à l'abus de confiance qui est caractérisé par la divulgation d'une information confidentielle et privilégiée[410]. Toute action visant à faire reconnaître un abus de confiance doit réunir trois éléments : l'information doit être confidentielle par nature, avoir été communiquée d'une manière impliquant une obligation de confidentialité et avoir fait l'objet d'un usage non autorisé[411]. En de nombreux points, la situation d'abus de confiance s'apparente au concept fiduciaire[412].

Au Canada, l'imposition d'une obligation de loyauté implique une forte présomption d'obligation fiduciaire comme l'illustre l'affaire *Lac Minerals*. Le juge de première instance, la Cour d'appel de l'Ontario et l'opinion minoritaire de la Cour suprême avaient conclu que les deux parties, Lac et Corona, entretenaient une relation fiduciaire. À l'inverse, la Cour suprême a rejeté à la majorité cette analyse, au motif qu'aucun fondement ne permettait de conclure que les deux parties avaient formé une coentreprise, qu'elles négociaient à armes égales et qu'elles défendaient un autre intérêt que le leur propre soumit aux restrictions spécifiques dues en cas de divulgation d'informations confidentielles[413]. Par conséquent, la Cour suprême a considéré que

---

[409] Paul D. Finn, « The Fiduciary Principle » dans Timothy G. Youdan, dir, *Equity, Fiduciaries and Trusts*, Toronto, Carswell, 1989, 1 à la p 11.

[410] Paul D. Finn, « The Fiduciary Principle » dans Timothy G. Youdan, dir, *Equity, Fiduciaries and Trusts*, Toronto, Carswell, 1989, 1 aux pp 13–21.

[411] *Coco v A. N. Clark (Engineers) Ltd*, [1969] RPC 41 (HCJ Ch D).

[412] *Lac Minerals Ltd c International Corona Resources Ltd*, [1989] 2 RCS 574 à la p 668, n 182 ; *Guerin c La Reine*, [1984] 2 RCS 335 aux pp 383–384 (« Le concept de l'obligation de fiduciaire est issu depuis bien longtemps de la notion de l'abus de confiance […] »).

[413] Peter D. Maddaugh, « Confidence Abused: Lac Minerals Ltd. v. International Corona Resources Ltd. » (1990)

la doctrine de l'abus de confiance était adéquate pour corriger l'abus en l'espèce sans qu'il soit nécessaire d'étendre le principe fiduciaire à la cause, estimant que le juge de première instance et la Cour d'appel n'avaient pas prêté une analyse suffisante aux critères de dépendance et de vulnérabilité[414].

Dans la décision *Bande indienne de la rivière Blueberry c Canada*[416], la Cour suprême a rappelé les caractéristiques d'une relation fiduciaire et a consacré la notion loyauté comme la clé de voûte de l'obligation fiduciaire :

> En règle générale, une obligation de fiduciaire prend naissance lorsqu'une personne possède un pouvoir unilatéral ou discrétionnaire à l'égard d'une question touchant une autre personne "particulièrement vulnérable" [...]. La partie vulnérable est tributaire de la partie qui possède le pouvoir unilatéral ou discrétionnaire, qui, à son tour, est obligée d'exercer ce pouvoir uniquement au profit de la partie vulnérable. La personne qui cède (ou, plus souvent, qui se trouve dans la situation où quelqu'un d'autre a cédé pour elle) son pouvoir sur quelque chose à une autre personne escompte que la personne à qui le pouvoir en question est cédé l'exercera avec loyauté et diligence. Cette notion est la pierre d'assise de l'obligation de fiduciaire [soulignement ajouté][417].

Cette position a également été réaffirmée dans la décision *Bande indienne Wewaykum c Canada*[418]. L'examen des critères communs aux relations fiduciaires ainsi que la proximité conceptuelle d'autres normes de conduites permettent d'identifier la visée du principe fiduciaire. Ces différents concepts, qui s'entrecroisent avec le concept fiduciaire, ne sont que les illustrations du spectre de standards imposés à des relations volontaires et consensuelles pour promouvoir des objectifs de politiques publiques et le respect des attentes raisonnables des parties placées dans des contextes différents[419]. À une extrémité du spectre figure la doctrine de l'iniquité qui pose des restrictions sur la poursuite d'intérêts particuliers au bénéfice de celui qui est particulièrement vulnérable. Les doctrines de bonne foi et d'abus de confiance, qui arbitrent une pluralité d'intérêts entre les parties, occupent une position intermédiaire. Enfin, à l'autre extrémité, la doctrine fiduciaire s'ancre et s'impose lorsque l'une des parties est en position

---

16 *Canadian Business Law Journal* 198 à la p 199.

[414] *Lac Minerals Ltd c International Corona Resources Ltd*, [1989] 2 RCS 574 à la p 601, au para 38.

[416] *Bande indienne de la rivière Blueberry c Canada*, [1995] 4 RCS 344.

[417] *Bande indienne de la rivière Blueberry c Canada*, [1995] 4 RCS 344 au para 38 (par la juge McLachlin).

[418] *Bande indienne Wewaykum c Canada*, [2002] 4 RCS 245 au para 86.

[419] Peter D. Maddaugh, « Definition of Fiduciary Duty » dans Law Society of Upper Canada, *Fiduciary Duties, Special Lectures of the Law Society of Upper Canada*, Scarborough, De Boo, 1990, 15 à la p 26.

dominante et que l'autre lui est subordonnée. Autrement dit, lorsque l'intérêt de l'une est essentiellement fonction de la conduite de l'autre.

Étant donné l'objectif de politique publique de maintenir l'intégrité et l'utilité des relations qui repose sur la confiance d'une partie d'agir dans l'intérêt d'une autre, la loi insiste sur l'unité de la loyauté du fiduciaire. Si le terme fiduciaire englobe aujourd'hui des situations où il y a une violation des devoirs de certains professionnels, des dirigeants et des administrateurs de sociétés, elles ne doivent pas masquer que ce sont la confiance et la dépendance qui donnent naissance à l'obligation fiduciaire dans leurs rapports[420].

La détermination du caractère fiduciaire d'une relation particulière est une question de fait qui ne peut être déterminée que par la référence aux faits et circonstances qui l'entourent[425]. Autrement dit, il s'agit de déterminer si la relation implique un certain degré de confiance, si l'une des parties est vulnérable ou si elle n'a pas satisfait son engagement d'agir dans l'intérêt de l'autre[427]. L'un des facteurs importants pour prouver l'existence de l'obligation et déterminer son non-respect est de reconnaître que la relation peut être fiduciaire par nature, en fonction de l'objet, d'un type de propriété, d'une d'action ou d'un des points sur lequel porte l'engagement. Le problème est donc de déterminer lesquelles des actions du fiduciaire sont constitutives de violations des obligations fiduciaires dues au plaignant[428].

Pour de nombreuses catégories, la nature fiduciaire est présumée[429]. Pour ces situations, le problème ne provient pas de l'existence d'une relation fiduciaire, mais du lien qui existe entre la relation et le problème soulevé en l'espèce[430]. La position du juge La Forest dans l'affaire *Lac Minerals* contient les prémisses d'une approche en matière de preuve fiduciaire par le

---

[420] *Giradet v Crease and Co,* [1987] 11 BCLR (2e) 361 à la p 362 (SC).

[425] Ronald G. Slaght, « Proving a Breach of Fiduciary Duty » dans Society of Upper Canada, *Fiduciary Duties, Special Lectures of the Law Society of Upper Canada*, Scarborough, De Boo, 1990, 37 à la p 38 ; *International Corona Resources Ltd v ac Minerals Ltd*, (1988), 62 OR (2e) 1 aux pp 44, 46 (On CA).

[427] Ronald G. Slaght, « Proving a Breach of Fiduciary Duty » dans Society of Upper Canada, *Fiduciary Duties, Special Lectures of the Law Society of Upper Canada*, Scarborough, De Boo, 1990, 37 à la p 40.

[428] *N. Z. Netherland Society v Kuys*, [1973] 2 All ER 1222 à la p 1225.

[429] *Frame v Smith*, [1987] 2 SCR 99 à la p 134.

[430] Pour une illustration voir *Giradet v Crease and Co*, [1987] 11 BCLR (2e) 361 (SC).

recours au concept d'homme raisonnable[431]. Le recours au concept d'homme et d'attentes raisonnables offre une meilleure prévisibilité qui faisait défaut lors de litiges mettant en cause la dimension fiduciaire d'une relation. Le recours au concept des attentes raisonnables comme standard dans la détermination du caractère fiduciaire de la relation a facilité le processus judiciaire de qualification et renforcé sa crédibilité. Dès lors, le recours à des standards objectifs fondés sur la preuve, et non plus sur la subjectivité du processus judiciaire a permis de prendre en compte certains aspects de la morale commerciale au regard de critères démontrables[432].

Sous-section 2. — Le contexte du principe fiduciaire

La volonté d'appliquer le principe fiduciaire aux gens d'affaires s'est accompagnée d'interrogations relatives aux implications pratiques qui pouvaient en découler[433]. Certains praticiens craignaient ainsi que l'extension du principe fiduciaire à leurs professions entrave la libre entreprise. En effet, la possibilité de contester une décision légitime tout comme l'imprévisibilité liée à la qualification de fiduciaire et à ses implications sont apparues comme étant à la fois excessives et incertaines[434].

Paragraphe 1. — Le contexte fiduciaire et la direction de la société

En droit des sociétés, l'élaboration d'un principe fiduciaire a posé toute une série de questions auxquelles la jurisprudence a progressivement apporté des réponses. Ainsi, dans la décision *Securities and Exchange Commission v Chenery Corporation et al*[435], la Cour suprême

---

[431] *Lac Minerals Ltd c International Corona Resources Ltd*, [1989] 2 RCS 574 aux pp 612, 636, aux para 64, 130 ; *Coco v A. N. Clark (Engineers) Ltd*, [1969] RPC 41 (Ch).

[432] Ronald G. Slaght, « Proving a Breach of Fiduciary Duty » dans Society of Upper Canada, *Fiduciary duties, Special Lectures of the Law Society of Upper Canada*, Scarborough, De Boo, 1990, 37 à la p 44.

[433] Donovan W. M. Waters, « Banks, Fiduciary Obligations and Unconscionable Transactions » (1986) 65 *Canadian Bar Review* 37 à la p 39 (« Where has this fiduciary business come from, and what does it mean for us? We are simply business people, hoping to make a profit. That's all »).

[434] Peter Birks, « The New Equity and the Need for Certainty » dans Frank E. McArdle, dir, *The Cambridge Lectures 1987*, Montréal, Editions Yvon Blais, 1989, 309 aux pp 309–322.

[435] *Securities and Exchange Commission v Chenery Corporation et al*, [1943] 318 US 80 à la p 459, au para 87 (« [the] management of a corporation occupies a fiduciary position toward all of the security holders to be affected and that it is subjected to the same standards as other fiduciaries with respect to dealing with the property which is the subject matter of the trust »).

des États-Unis a qualifié de fiduciaires les dirigeants d'une société de portefeuille qui occupaient une position de confiance. Le juge Frankfurter a précisé que la simple identification d'une personne comme fiduciaire constituait le point de départ à une analyse plus approfondie visant à mettre à jour les fiduciaires et leurs obligations afin de déterminer les conséquences de leur non-respect[436].

Le devoir fiduciaire de loyauté est identifiable dans des situations où une personne, le fiduciaire, doit agir de manière loyale à l'égard d'une autre, le bénéficiaire, car ce dernier lui accorde sa confiance[437]. En ce sens, il est attendu du tributaire de ce devoir qu'il agisse au mieux des intérêts de l'autre partie[438]. La nature de la relation fiduciaire est telle qu'elle fait craindre un risque de conflits d'intérêts entre les intervenants. En effet, en vertu de la discrétion et des pouvoirs dont il dispose, le fiduciaire est libre de rechercher la maximisation de son utilité personnelle au détriment de celle du bénéficiaire. Dès lors, pour restreindre les comportements qui nuisent à la coopération et au bien-être économique des parties, le principe fiduciaire s'est étendu au domaine corporatif[439]. Cette généralisation progressive du principe fiduciaire a marqué une volonté réelle des juges de décloisonner les cas dont les circonstances font naître des obligations « fiduciaires ».

La relation du dirigeant avec la société est une parfaite illustration d'une relation fiduciaire. Si en vertu de la théorie de l'agence, les dirigeants sont présentés comme les agents des actionnaires, le droit des sociétés lui les rend redevables à l'égard de la société. La jurisprudence a ainsi considéré que les actions des dirigeants qui n'avaient pour d'autres finalités que la satisfaction des intérêts d'un groupe d'actionnaires, au détriment des autres, ne pouvaient pas être considérées comme être dans l'intérêt de la société dans son ensemble[441]. En 1951, dans la décision anglaise *Greenhalgh c Arderne Cinemas Ltd*, le juge Francis Raymond Evershed a

---

[436] *Securities and Exchange Commission v Chenery Corporation et al*, [1943] 318 US 80 à la p 458, au para 86.

[437] Pour une critique du terme agent dans cette acception Robert C. Clark, « Agency Cost versus Fiduciary Duties » dans John W. Pratt et Richard Zeckhauser, dir, *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, Harvard Business School Press, 1985, 55 à la p 55.

[438] Leonard I. Rotman, *Fiduciary Law*, Toronto, Thompson Carswell, 2005 à la p 309.

[439] Ernest J. Weinrib, « The Fiduciary Obligation » (1975) 25 *University of Toronto Law Journal* 1.

[441] *Howard Smith v Ampol Petroleum Ltd*, (1974) 1 All ER 1126, AC 821 (PC) ; *Palmer v Carling O'Keefe Breweries of Canada Ltd*, (1989) 67 OR (2e) 161, 41 DLR 128, 56 DLR (4e) 128.

considéré que « the “company as a whole” means […] all of the shareholder, taking no one sectional interest to prevail over the others »[442]. Ainsi défini, le principe fiduciaire encadre la relation du dirigeant avec la société, entendue comme la communauté d’actionnaires. De la sorte ont été exclus les intervenants à la forme sociétaire qui n’entretenaient pas des liens de nature fiduciaire avec la direction de la société alors même qu’ils étaient liés à la société[443]. Cependant, la nature du lien fiduciaire entre le dirigeant et les actionnaires a été critiquée en doctrine. En effet, selon certains, la nature de cette relation était si particulière qu’elle rendait inopérante toute analogie entre la société et une personne physique vulnérable et dépendante. Pour d’autres auteurs néanmoins, une société agit généralement par l’entremise de son conseil d’administration, dont les membres peuvent indûment être influencés[444]. Au demeurant, l’analogie a également concerné les futurs dirigeants de sociétés en cours de formation. En effet, les cours anglaises ont soumis à ce même régime les personnes chargées de constituer une société[445]. La finalité est la même puisqu’il s’agit d’assurer la protection des intérêts des futurs actionnaires à l’égard des personnes qui ont la charge de constituer la nouvelle société[446]. Par conséquent, en imposant aux membres de la direction des obligations fiduciaires, le droit des sociétés offre un mécanisme de protection de l’intérêt social tout en encadrant l’exercice du pouvoir conformément à cette finalité[447].

---

[442] *Greenhalgh v Arderne Cinemas Ltd*, [1946] 1 All ER 512 ; [1951] Ch 286 (CA).

[443] *Western Finance Company Ltd v Tasker Enterprises Ltd*, [1980] 1 WWR 323 (Man CA).

[444] Ernest Vinter, *A Treatise on the History and Law of Fiduciary Relationship and Resulting Trusts: Together with a Selection of Selected Cases*, 3e éd, Cambridge, W. Heffer & Sons, 1955 à la p 142.

[445] *Lydney and Wigpool Iron Ore Company v Bird*, [1886] 33 Ch D 85 à la p 94 (« Although not an agent of the company nor a trustee for it before its formation, the old familiar principles of the law of agency and of trusteeship have been extended, and very properly extended, to meet such cases; and using the word “promoter” to describe a person acting as James Bird did, it is perfectly well settled that a promoter of a company is accountable to it for all moneys secretly obtained by him from it just as if the relationship of principal and agent or of trustee and *cestui que trust* had really existed between them and the company when the money was so obtained »).

[446] *Lagunas Nitrate Company Limited v Lagunas Syndicate Limited*, [1899] 2 Ch D 392 (« The first principle is that in equity the promoters of a company stand in a fiduciary relation to those persons whom they induce to become shareholders in it, and cannot in equity bind the company by any contract with themselves without fully and fairly disclosing to the company all material facts which the company ought to know »).

[447] *Alexander v Automatic Telephone Company,* [1900] 2 Ch D 56 à la p 72 (« directors were justified in exercising the powers vested in them exactly as they pleased, so long as they did not violate the express terms of the powers. The equitable doctrine, well established as it is, that they, as fiduciary donees of the powers, are bound to exercise them so as not to give themselves an advantage over other shareholders [...] »).

Par ailleurs, au Canada, la jurisprudence a assujetti tant les administrateurs que les fonctionnaires supérieurs de la société au principe fiduciaire[448]. Mais plus que le libellé de la fonction, c'est la discrétion managériale de l'individu qui est prise en compte. Effectivement, dans la décision *Canadian Aero*[449], le juge Laskin énonce :

> La distinction établie entre agents et préposés d'un employeur est pertinente en l'espèce et je ne puis voir sur quoi la Cour d'appel de l'Ontario a fondé sa conclusion que O'Malley et Zarzycki étaient de simples employés, c'est-à-dire les préposés de Canaero plutôt que ses agents. Bien qu'ils aient été assujettis à la surveillance des fonctionnaires de la compagnie mère, leurs postes de fonctionnaires supérieurs d'une filiale, laquelle était un organisme d'exécution, comportaient des initiatives et des responsabilités très éloignées du rôle d'obéissance des préposés. [...] Il s'ensuit que O'Malley et Zarzycki étaient liés à Canaero par des liens fiduciaires qui, d'une manière générale, commandent la loyauté, la bonne foi et l'absence de conflits d'intérêts et d'obligations[450].

Dans le raisonnement judiciaire, ce sont plus le pouvoir et la discrétion que la fonction occupée qui président à l'analyse et à la qualification fiduciaire de la relation qui est soumise aux juges[451].

Parmi les mécanismes de contrôle qui visent à assurer la convergence des intérêts entre les dirigeants et les actionnaires, le principe fiduciaire se présente comme une alternative à la surveillance directe et continue des dirigeants[452]. Le principe fiduciaire s'accommode parfaitement de l'incertitude qui mine les relations d'agence. Il s'apparente ainsi à une « standard-form penalty clause in every agency contract, the elastic contours of the fiduciary principle reflect the difficulty that contracting parties have in anticipating when and how their interests may diverge »[453]. De plus, le contrat de société lui-même est un contrat de type

---

[448] *Canadian Aero c O'Malley*, [1974] RCS 592 à la p 606 ; la Cour d'appel de l'Ontario avait quant à elle estimé que la relation des fonctionnaires supérieurs avec la compagnie ne pouvait pas être assimilée à la relation de l'administrateur ou du dirigeant *Canadian Aero Service Ltd v O'Malley*, [1971] 23 DLR (3e) 632.

[449] *Canadian Aero c O'Malley*, [1974] RCS 592.

[450] *Canadian Aero c O'Malley*, [1974] RCS 592 à la p 606.

[451] Bruce Welling, *Corporate Law in Canada. The Governing Principles*, 3e éd, London, Scribblers Publishing, 2006 à la p 373.

[452] Frank H. Easterbrook et Daniel E. Fischel, « Corporate Control Transactions » (1982) 91 *The Yale Law Journal* 698 aux pp 700 et 702.

[453] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, « Corporate Control Transactions » (1982) 91 *The Yale Law Journal* 698 à la p 701.

relationnel qui s'inscrit dans la durée. Toute relation qui a vocation à durer doit nécessairement être en mesure de s'adapter aux changements qui affectent la réalité économique. Cette incertitude dans le rapport contractuel empêche de spécifier de manière explicite et précise les droits des parties. Si la société est un nœud de contrats, tous ne sont pas confrontés à l'imprévisibilité. Ainsi, les droits des créanciers, des employés et des fournisseurs sont spécifiés de manière suffisamment précise pour que le recours au principe fiduciaire soit superflu. À l'inverse, ce n'est pas le cas pour les actionnaires qui, en tant que créanciers résiduels, supportent toute l'incertitude. À ce titre, ils jouissent de la protection du principe fiduciaire au travers des obligations de loyauté et de diligence[454]. De cette manière, le principe fiduciaire apparaît comme la contrepartie à l'incertitude qui pèse sur la relation des actionnaires avec la société par actions. En tant qu'agent des actionnaires, le contrat et le principe fiduciaire encadrent la conduite du dirigeant pour qu'il gère la société de manière honnête, loyale et prudente. Mais les devoirs fiduciaires vont au-delà de la simple équité et honnêteté, ils obligent le fiduciaire à agir de manière à contribuer au développement de l'intérêt du bénéficiaire[455].

Le principe fiduciaire permet le contrôle et la surveillance des administrateurs et dirigeants tout comme il les dissuade d'abuser de leur pouvoir. En ce sens, il contribue à la diminution des coûts d'agence qui découlent de la surveillance et de l'élaboration des contrats[456]. Pour ces motifs, les devoirs fiduciaires permettent de préserver les gains issus de la séparation des fonctions de contrôle et de propriété de la société en décourageant les comportements opportunistes[457].

Paragraphe 2. — Le contexte fiduciaire et les actionnaires de la société

Les devoirs fiduciaires auxquels sont soumis les dirigeants et les administrateurs en droit

---

[454] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 aux pp 90–91.

[455] Deborah A. DeMott, « Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation » (1988) 1988 *Duke Law Journal* 879 à la p 882.

[456] Kenneth B. Davis, Jr, « Judicial Review of Fiduciary Decisionmaking—Some Theoretical Perspectives » (1985) 80 *Northwestern University Law Review* 1 à la p 20.

[457] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 à la p 92.

des sociétés les enjoignent à agir dans le meilleur intérêt de la société[458]. En tant que créanciers résiduels, les actionnaires sont les intervenants qui ont le plus grand intérêt à la maximisation de la valeur de la société[459].

En doctrine, plusieurs principes justifient l'attitude de déférence des juges à l'égard des décisions exprimant la volonté majoritaire. La décision *Foss v Hardbottle*[460] fournit le premier principe qui est celui de la non-ingérence dans la gestion interne de l'entreprise[461]. En effet, la Cour de la Chancellerie a considéré que lorsqu'un tort a été porté à la société, un actionnaire ne peut pas engager ou maintenir une poursuite à l'égard de cette dernière dès lors que la majorité a ratifié la décision litigieuse[462]. Bien que le principe ne soit pas absolu[463], la règle a été reprise et étendue dans l'affaire *Burland v Earle*[464] où il a été considéré que :

> It is an elementary principle of the law relating to joint stock companies that the Court will not interfere with the internal management of companies acting within their powers, and in fact has no jurisdiction to do so. Again, it is clear law that in order to redress a

---

[458] Art 119 LSA, art 122(1) LCSA ; *Magasins à rayons Peoples inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 aux para 35, 42 (CanLII).

[459] Jonathan R. Macey, « An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties » (1991) 21 *Stetson Law Review* 23 à la p 24.

[460] *Foss v Hardbottle*, [1843] 2 Hare 461, 67 ER 189 ; *Mozley v Alston*, [1847] 1 Ph 790.

[461] Pour certains auteurs ce principe aurait son fondement même dans les sociétés de personnes Stanley M. Beck, « An analysis of Foss v. Hardbottle » dans Jacob S. Ziegel, dir, *Studies in Canadian Company Law*, vol 1, Toronto, Butterworth, 1967, 545 à la p 545.

[462] K. W. Wedderburn, « Shareholder's Rights and the Rule in Foss v. Hardbottle » (1957) *Cambridge Law Journal* 194 ; K. W. Wedderburn, « Shareholder's Rights and the Rule in Foss v. Hardbottle (continued) » (1958) *Cambridge Law Journal* 93. Mentionnons que le droit des sociétés par actions au fédéral comme au provincial, aux art 242 LCSA et 440 LSA, disposent que l'approbation majoritaire des actionnaires n'excluent pas les recours qui peuvent être engagés par un plaignant dans le cadre de la partie XX de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et dans le cadre du Chapitre XVII de la *Loi sur les sociétés par actions*.

[463] Pour des limites au principe de la règle majoritaire *Gramophone and Typewriter Ltd v Stanley*, [1908] 2 KB 89 à la p 105 (par Lord Justice Buckley « [a] resolution of a numerical majority at a general meeting of the company cannot impose its will upon the directors when the articles have confided to them the control of the company's affairs. The directors are not servants to obey directions given by the shareholders as individuals; they are not agents appointed by and bound to serve the shareholders as their principals. They are persons who may by the regulations be entrusted with the control of the business, and if so entrusted they can be dispossessed from that control only by the statutory majority which can alter the articles. ») ; *Edwards v Halliwell*, [1950] 2 All ER 1064 (par Lord Justice Jenkins « the reason for [the exception based on *ultra vires* acts] is clear, because otherwise, if the rule were applied in its full rigour, a company which, by its directors, had broken its own regulations by doing something without a special resolution which could only be done validly by a special resolution could assert that it alone was the proper plaintiff in any consequent action [...] ») ; A. J. Boyle, *Minority Shareholders' Remedies*, Cambridge Studies in Corporate Law, Cambridge, Cambridge University Press, 2004 aux pp 5–6.

[464] *Burland v Earle*, [1902] AC 83.

> wrong done to the company or to recover moneys or damages alleged to be due to the company, the action should *prima facie* be brought by the company itself. These cardinal principles are laid down in the well-known cases of *Foss v. Harbottle* and *Mozley v. Alston*, and in numerous later cases [...][465].

Du point de vue éthique, le principe majoritaire est en parfaite adéquation avec l'utilitarisme et la maxime du bonheur du plus grand nombre. L'application et le respect de la volonté majoritaire contribuent à une gestion plus efficiente de l'entreprise dans la mesure où ne sont adoptées que les décisions avalisées par le plus grand nombre. Le principe offre ainsi un mécanisme cohérent de gestion du pouvoir décisionnel puisque parmi une pluralité de visions divergentes émerge une dynamique majoritaire[466]. L'essor et l'affirmation d'une telle règle sont par ailleurs corroborés par la réticence des tribunaux à interférer dans la gestion de la firme et à juger les motifs qui sous-tendent la décision en cause. Un parallèle peut être fait avec la règle du jugement d'affaire concernant la prise de décision des dirigeants où à la déférence judiciaire s'ajoute le rôle du marché pour contrôler et discipliner les dirigeants. Ainsi, le contrôle judiciaire est jugé superflu.

Cependant, la règle de la majorité n'emporte aucune certitude concernant son adéquation à la stratégie définie et défendue par la société. En effet, la majorité peut être motivée à adopter des décisions pour d'autres motifs qui peuvent être entachées de conflits d'intérêts. Un tel conflit est d'autant plus évident lorsque la majorité est poussée à valider une décision qui, possiblement mise en œuvre, constitue une opération contribuant à l'enrichissement des actionnaires contrevenants au détriment de la minorité[467]. Dès lors, l'intempérance du principe majoritaire posé par la décision *Foss* relègue les intérêts des minoritaires au second plan puisqu'ils peuvent être volontairement négligés. Dès lors, la règle de la volonté majoritaire constitue l'antithèse d'une mise en œuvre d'obligations fiduciaires à la charge des actionnaires. Cela dit, la législation fédérale et provinciale en droit des sociétés par actions envisage différents recours qui permettent à un plaignant d'être autorisé à intenter une action au nom et pour le compte de la

---

[465] *Burland v Earle*, [1902] AC 83 à la p 93 (par Lord Davey).
[466] Jeffrey G. MacIntosh, « Corporations » dans Society of Upper Canada, *Fiduciary Duties, Special Lectures of the Law Society of Upper Canada*, Scarborough, De Boo, 1990, 189 à la p 191.
[467] *Menier v Hooper's Telegraph Works,* [1874] LR 9 Ch App 350.

société ou encore à demander une ordonnance au tribunal lorsqu'il estime que ses droits ont été abusés ou qu'il est traité de manière injuste[468].

Le deuxième principe corroborant le respect de la loi majoritaire est celui de la propriété. Ici, le principe majoritaire signifie que les juges refusent l'examen des motifs qui président à la prise de décision. Le refus d'imposer des restrictions à la volonté majoritaire provient de la forme particulière de la propriété actionnariale des sociétés de capitaux[469]. Ainsi, un actionnaire peut voter en faveur d'une décision qui favoriserait des intérêts contraires à ceux de la société[470]. Cette attitude reflète une conception absolutiste du droit de propriété en droit des sociétés[471]. Par conséquent, les tribunaux adoptent une attitude de non-ingérence en refusant la reconnaissance d'obligations fiduciaires à la charge des actionnaires à l'égard de l'entreprise ou des autres actionnaires[472].

Enfin, une troisième règle est présentée comme justification au principe du respect de la volonté majoritaire. Selon cette dernière, les dirigeants peuvent signer des contrats avec la société et participer en tant qu'actionnaires au vote de ces conventions entachées de conflits d'intérêts[473]. Mais la Cour suprême du Canada a déclaré qu'une transaction intéressée de cette nature ne pouvait seulement être approuvée que par une majorité d'actionnaires désintéressés et qu'à défaut une telle transaction était nulle[474]. Ces règles sont l'expression d'une forte déférence

---

[468] Pour un exposé des différents recours, voir *infra* chapitre 5 section 2.

[469] *Pender v Lushington*, [1877] 6 Ch D 70 (CA) à la p 75 (par Lord Jessel M. R. « where men exercise rights of property, they exercice their rights from some motive adequate or inadequate, and I have always considered the law to be that those who have the rights of property are entitled to exercice them, whatever their motives may be for such exercice »).

[470] *Pender v Lushington*, [1877] 6 Ch D 70 à la p 75 (CA) (« [Shareholder might] actuated in giving his vote by interests entirely adverse to the interests of the company as a whole »).

[471] Jeffrey G. MacIntosh, « Minority Shareholder Rights in Canada and England: 1860–1987 » (1989) 27 *Osgoode Hall Law Journal* 561 aux pp 602–603.

[472] *Phillips v Manufacturer's Securities Ltd*, [1917] 116 LT 209 à la p 296 (par Lord Justice Cozens-Hardy « I know of no authority, and I do not think any authority can be found, which says that the male fide doctrine applies to shareholders acting in general meeting. Directors who stand in a fiduciary position, of course, may be subject to such obligations as would affect others, but members of a company voting at a general meeting properly convened have no fiduciary obligation either to the company or to others shareholders »).

[473] *North-West Transportation Co v Beatty*, [1887] 12 App Cas 589 (PC) ; Lionel Smith, « North-West Transportation Co. Ltd. v. Beatty » dans C. Mitchell et P. Mitchell, dir, *Landmark Cases in Equity*, Oxford, Hart Publishing, 2012, 393 aux pp 393–422.

[474] *Beatty v North-West Transportation Co*, (1886) 12 SCR 598.

à la volonté majoritaire. Cette vision a dominé le droit des sociétés du milieu du 19e siècle jusqu'à la mise en œuvre des recours pour oppression.

La capacité de l'actionnaire majoritaire à se favoriser lui-même, au détriment de la minorité et sans recours à ses droits de vote, est fidèlement illustrée par la décision anglaise *Scottish Co-operative Wholesale Society Ltd v Meyer*[475]. Scottish avait besoin de fibre synthétique. Le plaignant, Meyer, possédait une licence pour produire cette fibre, la formule et le réseau nécessaire. Une nouvelle entité a été créée par Scottish qui en détenait la majorité des voix et Meyer et un autre détenait le reste. Après une récession, la demande du produit a baissé et la licence a été abrogée. La société mère a ensuite retiré sa clientèle de la filiale et a refusé de fournir les matières premières entraînant la faillite de la filiale. En l'espèce, les agissements de la société mère ont été accomplis sans recourir à ses droits de vote. La société mère a simplement stoppé toute commande de fibre auprès de sa filiale, en violation de l'engagement implicite qui avait conduit Meyer à s'engager dans un partenariat avec Scottish Co-op. Dans ce cas, le lien fiduciaire a été reconnu au motif que la société mère était en conflit d'intérêts et était en mesure de nuire à la filiale. Ainsi, l'existence d'un pouvoir discrétionnaire et la possibilité de nuire aux intérêts des autres créent un contexte favorable à la reconnaissance de devoirs « fiduciaires ».

Au Canada, le principe selon lequel les actionnaires n'étaient pas soumis à des devoirs « fiduciaires » a été affirmé à plusieurs reprises[476]. Cependant, lorsque l'éventualité d'obliger fiduciairement les actionnaires est envisagée, elle ne l'est qu'à l'égard de la société elle-même et non pas envers les autres actionnaires pris individuellement[477]. D'autres décisions ont tenté

---

[475] *Scottish Co-operative Wholesale Society Ltd v Meyer*, [1959] AC 324, [1958] 3 All ER 66 (HL).

[476] *Brant Investments Ltd et al and KeepRite Inc et al*, [1987] 60 OR (2e) 737 (« There is no fiduciary duty owed by majority to minority shareholders. The relationship of majority and minority shareholders lacks any of the indicia of a fiduciary relationship ») ; *Brant Investments Ltd v KeepRite Inc*, [1991] OJ No 683 (CA) (appel refusé) ; *Exco Corp Ltd v Nova Scotia Savings & Loan Co*, [1987] NSJ No 56 (« It is trite to say that shareholders do not owe to other shareholders anything akin to a fiduciary duty. If such a duty was owed—shareholder to shareholder—it would change the entire complexion of corporate responsibility and liability. Only a little imagination is needed to see such a concept quickly deteriorate into some sort of unlimited liability which would make perspective shareholders somewhat reluctant investors ») ; *Bell v Source Data Control Ltd*, [1986] OJ No 621 (On HCJ) ; *Roberts v Pelling*, [1981] 130 DLR (3e) 761 (BCSC) ; *QMG Holdings Inc v Kerr Addison Mines Ltd*, [1982] OJ No 321.

[477] *Wotherspoon v Canadian Pacific Ltd*, (1981) 35 OR (2e) 449, 129 DLR (3e) 1 (CA). La Cour suprême du Canada a estimé qu'il n'y avait pas lieu d'aborder la question des droits de la majorité des actionnaires au travers d'une problématique de devoirs fiduciaires, [1987] 1 SCR 952.

d'imposer des devoirs « fiduciaires » à la charge d'actionnaires au profit de l'entreprise ou d'autres actionnaires[478]. Ainsi, plusieurs décisions de la Cour d'appel de l'Ontario ont supporté l'existence des devoirs fiduciaires des actionnaires.

Deux affaires *Gray v Yellowknife Gold Mines Ltd and Bear Exploration and Radium Ltd (no.1) (no.2)*[479] présentent les circonstances dans lesquelles un devoir fiduciaire a été reconnu à l'égard des actionnaires. Dans ces deux espèces, la société mère Bear détenait la majorité des actions de la société Yellowknife, qui détenait en contrepartie la majorité des actions de la société Burwash, laquelle détenait une majorité des parts de la société Giant Yellowknife. Les compagnies subsidiaires avaient été créées pour lever des fonds pour l'exploitation minière et permettaient à Bear de conserver le contrôle. La composition des conseils d'administration des entités est relativement similaire. Le plaignant, minoritaire de Yellowknife, soutient que Bear a tenté de s'attribuer pour elle-même le bénéfice économique des opérations des filiales au détriment de la minorité de ces compagnies.

Dans la première espèce, l'action était relative à la vente par Yellowknife à Bear de la moitié de ses parts de Giant Yellowknife à un prix qui représentait qu'une faible partie de la valeur des actions de Giant Yellowknife. La vente a été annulée, et pour le juge en chef de la Cour d'appel Robertson :

> The principles of law to be applied are principles of equity applicable where a fiduciary relationship is to be deemed to be established and "which impress such a character upon the relationship subsisting between two persons when one of them is in a position to exercise a controlling influence over the mind or actions of the other"[480].

---

[478] *Farnham v Fingold*, (1972) 29 DLR (3e) 279 (HC). Cette position a été renversée en appel (1973) 33 DLR (3e) 156 (CA) ; *Alexander v Westeel-Rosco*, (1978) 93 DLR (3e) 116 (HC) (« It is clear from the respondents' documents that the minority shareholders will receive non-voting preference shares which will be redeemed for cash, while the majority will receive common shares in the new company. [...] It appears on the facts before me that the minority are being treated as second-class citizens ») ; *Re Loeb and Provigo Inc*, (1978) 20 OR (2d) 497, 88 DLR (3d) 139 (3e) 139 (On HC) (« such an action may be brought as a representative action against the directors and a principal shareholder if such persons are in fact in breach of trust, but it could not be brought against the Company itself »).

[479] *Gray v Yellowknife Gold Mines Ltd and Bear Exploration and Radium Ltd (no.1)*, [1947] OR 928 (CA) et *Gray v Yellowknife Gold Mines Ltd and Bear Exploration and Radium Ltd (no.2)*, [1947] OR 994 (CA).

[480] *Gray v Yellowknife Gold Mines Ltd and Bear Exploration and Radium Ltd (no.1)*, [1947] OR 928 à la p 947 (CA) ; Cornelius Arthur Masten et William Kaspar Fraser, *Company Law of Canada*, 4e éd, Toronto, Carlswell, 1941 à la p 501.

Le juge Laidlaw a précisé en renfort que « [t]here is no doubt in my mind that at the time of the alleged transaction between Yellowknife and Bear on 20 July 1943 Bear was in a fiduciary relationship to Yellowknife »[481].

Dans la seconde espèce, l'action visait une option qui permettait à Bear d'acheter l'ensemble des parts non émises de Yellowknife, mais qui avait été écartée en première instance. Les juges ont considéré que la société mère avait une obligation fiduciaire envers sa subsidiaire. Le juge Robertson a ainsi jugé que la composition presque identique des conseils d'administration des deux sociétés imposait à Bear l'obligation de ne pas user de sa position pour s'octroyer un avantage injuste[482]. Autrement dit, les dirigeants de deux sociétés ne peuvent pas profiter de leurs positions pour promouvoir les intérêts de l'une d'elles au détriment de l'autre.

Dans une autre décision de la Cour d'appel *Re R.J. Jowsey Mining Co Ltd*[483], un individu a acquis le contrôle de Jowsey Mining Co et a usé de son pouvoir de contrôle pour obliger la société à liquider une part substantielle de ses actifs. En se fondant sur un principe de justice et d'équité, la Cour d'appel a permis l'annulation de l'opération contestée par les minoritaires. Par ailleurs, le juge Laskin a précisé que « the taking of control of a public company itself lays a burden of fair dealing on the person or group who secures it, beyond any duty that devolves upon them as directors in the day to day operations of the company ».

Dans l'affaire *Goldex Mines Ltd v Revill*[484], qui visait les modalités d'une prise de contrôle de la société Probe Mines Limited, la Cour d'appel signale l'existence de devoirs fiduciaires à la charge des actionnaires. En effet, la conduite des dirigeants était contestée, car on leur reprochait d'avoir enfreint les règles de procuration des sociétés par actions. La Cour a ainsi statué que :

The principle that the majority governs in corporate affairs is fundamental to corporation

---

[481] *Gray v Yellowknife Gold Mines Ltd and Bear Exploration and Radium Ltd (no.1)*, [1947] OR 928 aux pp 947, 965 (CA).
[482] *Gray v Yellowknife Gold Mines Ltd and Bear Exploration and Radium Ltd (no.2)*, [1947] OR 994 aux pp 1003–1004 (CA).
[483] *Re R. J. Jowsey Mining Co*, 1969 CarswellOnt 877, [1969] 2 OR 549 (WL Can).
[484] *Goldex Mines Ltd v Revill*, [1974] 54 DLR (3e) 672 (CA).

> law, but its corollary is also important—that the majority must act fairly and honestly. Fairness is the touchstone of equitable justice, and when the test of fairness is not met, the equitable jurisdiction of the Court can be invoked to prevent or remedy the injustice which misrepresentation or other dishonesty has caused. The category of cases in which fiduciary duties and obligations arise is not a closed one […] [soulignement ajouté][485].

Se sont donc les actionnaires majoritaires qui ont des obligations fiduciaires à l'égard des minoritaires puisque :

> It has long been the law that minority shareholders can sue, even where there is a clear wrong to the company, where there has been "an oppressive and unjust exercise of the powers of the majority shareholders for the promotion of an advantage to themselves to the peculiar detriment of the minority"[486].

Cependant, il ne saurait s'agir ici d'un principe absolu qui énoncerait clairement que les actionnaires majoritaires, par leurs position et fonction, constituent un nouveau sujet fiduciaire. En effet, dans les décisions *Gray v Yellowknife Gold Mines Ltd and Bear Exploration and Radium Ltd (no.1) (no.2)*[487], seuls les jugements des juges Robertson et Laidlaw, sur les quatre rendus, étaient en faveur de l'existence de telles obligations fiduciaires. Les positions des juges Hogg et Roach avaient des points d'ancrage différents. Pour le premier, le devoir fiduciaire était lié à la relation du promoteur de la société et pour le second, c'est le conflit d'intérêts des dirigeants communs qui conditionnait l'obligation fiduciaire. Toutefois, dans la seconde décision Gray, le juge Laidlaw semble avoir changé de posture puisqu'il se concentre en premier lieu sur la mauvaise foi des dirigeants pour établir la responsabilité laissant ainsi le juge Robertson seul pour tenir une posture favorable au devoir fiduciaire de l'actionnaire. On ne saurait donc affirmer la reconnaissance d'obligation fiduciaire dont le bénéficiaire serait à proprement parler l'actionnaire. De plus, dans *Goldex Mines Ltd v Revill*[488], le passage appuyant l'existence d'un devoir fiduciaire est probablement de l'ordre de l'opinion dissidente et par conséquent n'a pas d'autorité quant à la reconnaissance des devoirs fiduciaires pour les

---

[485] *Goldex Mines Ltd v Revill*, [1974] 54 DLR (3e) 672 au para 32 (CA).

[486] *Goldex Mines Ltd v Revill*, [1974] 54 DLR (3e) 672 au para 31 citant les propos du juge Louis Davies dans la decision *Henderson v Strang*, (1919), 60 SCR 201.

[487] *Gray v Yellowknife Gold Mines Ltd and Bear Exploration and Radium Ltd (no.1)*, [1947] OR 928 (CA) et *Gray v Yellowknife Gold Mines Ltd and Bear Exploration and Radium Ltd (no.2)*, [1947] OR 994 (CA).

[488] *Goldex Mines Ltd v Revill*, [1974] 54 DLR (3e) 672 (CA).

actionnaires. Enfin récemment, dans une décision *Midland Resources Holding Limited v Shtaifla*, la Cour d'appel d'Ontario s'est refusée à désigner une partie prenante, en l'espèce un investisseur actionnaire de la société, comme le bénéficiaire des devoirs des administrateurs[489], confirmant ainsi la règle des arrêts *Wise*[490] et *BCE*[491] selon laquelle les devoirs sont dus envers la société. Ultimement, en l'état actuel du droit et de la jurisprudence, l'idée selon laquelle les actionnaires peuvent être envisagés comme les bénéficiaires des devoirs « fiduciaires » des dirigeants et administrateurs de la société n'est pas défendable[492].

Sous-section 3. — La conception économique du devoir fiduciaire

Sous l'angle de l'analyse économique, le droit des sociétés permet la mise en place d'une structure de gouvernance qui limite les coûts d'agence des rapports contractuels entre les différents intervenants à la société[493].

Paragraphe 1. — Un devoir exclusif et rival

Les actionnaires sont les participants au projet corporatif qui supportent, d'une part, la plus grande part de risque et, d'autre part, les conséquences d'une bonne ou mauvaise gestion de la société[494]. Dès lors, ils sont identifiés comme les créanciers résiduels de l'entreprise et bénéficient à ce titre de la protection offerte par les obligations de loyauté et de diligence[495]. Comme l'ont rappelé les professeurs Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel :

---

[489] *Midland Resources Holding Limited v Shtaif*, 2017 ONCA 320 au para 156 (CanLII).

[490] *Magasins à rayons Peoples inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 au para 53 (CanLII).

[491] *BCE Inc c Détenteurs de débentures 1976*, [2008] RCS 560 aux para 42–45 (CanLII).

[492] *Midland Resources Holding Limited v Shtaif*, 2017 ONCA 320 au para 158 (CanLII).

[493] Jonathan R. Macey, « Corporate Law and Corporate Governance: A Contractual Perspective » (1993) 18 *The Journal of Corporation Law* 185 à la p 186.

[494] Jonathan R. Macey, « Externalities, Firm-Specific Capital Investments, and the Legal Treatment of Fundamental Corporate Changes' » (1989) *Duke Law Journal* 173 à la p 175.

[495] Oliver E. Williamson, « Organization Form, Residual Claimants, and Corporate Control » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 351 à la p 356 (sur le lien entre le statut de créancier résiduel et la théorie de l'entreprise comme « nœud de contrats ») ; Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, « Voting in Corporate Law » (1983) 26 *Journal of Law & Economics* 395 à la p 403 ; Jonathan R. Macey, « Externalities, Firm-Specific Capital Investments, and the Legal Treatment of Fundamental Corporate Changes » (1989) *Duke Law Journal* 173 à la p 201.

> The corporation is a complex set of explicit and implicit contracts, and corporate law enables the participants to select the optimal arrangement for the many different sets of risks and opportunities that are available in a large economy. No one set of terms will be best for all; hence the "enabling" structure of corporate law [soulignement ajouté][496].

Depuis les travaux de Ronald Coase, la société se définit comme un ensemble de rapports contractuels entre différents apporteurs de ressources afin de répartir les revenus générés par l'activité de l'entreprise[497]. C'est dire également que le paradigme de la firme comme nœud de contrats ne justifie pas a priori le statut privilégié dont bénéficient les actionnaires[498]. Toutefois, pour reconnaître aux actionnaires la protection des obligations « fiduciaires », deux arguments ont été avancés. En premier lieu, en reconnaissant à eux seuls cette protection cela évite la confusion qui proviendrait de la prise en compte d'intérêts divergents :

> The confusion of […] trying to […] require directors to balance the interests of various constituencies without according primacy to shareholder interests […] would be profoundly troubling. Even under existing law, particularly where directors must act quickly, it is often difficult for directors acting in good faith to divine what is in the best interests of shareholders and the corporation. If directors are required to consider other interests as well, the decision-making process will become a balancing act or search for compromise. When directors must not only decide what their duty of loyalty mandates, but also to whom their duty of loyalty runs (and in what proportions), poorer decisions can be expected[499].

En second lieu, la maximisation de la valeur actionnariale est l'objectif primordial de l'entreprise. En tant que créanciers résiduels, les actionnaires sont les mieux placés pour poursuivre l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale et restreindre les comportements susceptibles de l'entraver :

> As the residual claimants, the shareholders are the group with the appropriate incentives [...] to make discretionary decisions. The firm should invest in new products, plants, etc., until the gains and costs are identical at the margin. Yet all of the actors, except the shareholders, lack the appropriate incentives. Those with fixed claims on the income

---

[496] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, « The Corporate Contract » (1989) 89 *Columbia Law Review* 1416 à la p 1418.

[497] Ronald H. Coase, « The Nature of the Firm » (1937) 4 *Economica* 386.

[498] Jonathan R. Macey, « An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiairies of Corporate Fiduciary Duties » (1991) 21 *Stetson Law Review* 23 à la p 23.

[499] American Business Association, « Other Constituencies Statutes: Potential for Confusion » (1990) 45 *Business Lawyer* 2253 à la p 2269.

> stream may receive only a tiny benefit (in increased security) from the undertaking of a new project. The shareholders receive most of the marginal gains and incur most of the marginal costs. They therefore have the right incentives to exercise discretion [soulignement ajouté][500].

En d'autres mots, les actionnaires, en tant que créanciers résiduels, reçoivent les bénéfices et supportent les coûts associés aux décisions prises par les dirigeants de la société. Contrairement aux actionnaires, le sort des créances des autres intervenants, dont le montant est fixé, est indépendant de l'issue des décisions prises. Si toutes les décisions prises affectent nécessairement la valeur de la créance des actionnaires, il en va tout autrement pour les autres parties prenantes[501]. Conformément à l'approche de la firme comme nœud de contrats, les droits, les bénéfices, les devoirs et les obligations de chacun des intervenants sont soumis à la négociation. Par exemple, il leur appartient de négocier le degré de protection contractuelle qu'ils jugent nécessaire, comme un taux d'intérêt plus élevé pour les obligataires, une rémunération plus élevée ou des garanties de stabilité en matière d'emploi pour les salariés[502]. Dès lors, si la société est un ensemble de contrats, les différentes parties prenantes devraient être en mesure d'imposer, si elles le souhaitent, des obligations aux dirigeants à l'égard d'un intérêt social plus large[503]. À ce propos, nous pouvons mentionner que la jurisprudence canadienne a permis d'élargir la notion d'intérêt social à des revendications provenant d'autres parties prenantes. En effet, la Cour suprême du Canada a considéré que les administrateurs et dirigeants peuvent, de manière non contraignante, prendre en considération dans leur conduite des affaires les intérêts d'autres constituantes de la société[504].

Les devoirs « fiduciaires » ont une fonction de « gap-filling » qui permet de suppléer l'incomplétude des termes de la relation entre les dirigeants et la société. Les normes de conduite

---

[500] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, « Voting in Corporate Law » (1983) 26 *Journal of Law & Economics* 395 à la p 403.

[501] Jonathan R. Macey, « Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Nonshareholder Constituencies from a Theory of the Firm Perspective » (1999) 84 *Cornell Law Review* 1266 à la p 1273.

[502] Jonathan R. Macey et Geoffrey P. Miller, « Corporate Stakeholders: A Contractual Perspective » (1993) 43 *University of Toronto Law Journal* 401 à la p 402.

[503] Jonathan R. Macey, « Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Nonshareholder Constituencies from a Theory of the Firm Perspective » (1999) 84 *Cornell Law Review* 1266 à la p 1268.

[504] *BCE Inc c Détenteurs de débentures 1976*, [2008] RCS 560 à la p 584 citant en partie la décision *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 à la p 482, au para 42.

de loyauté, de compétence, de prudence et de diligence dispensent ainsi les parties d'une négociation et d'une rédaction laborieuse, limitent les coûts et préservent la confiance de la relation[505]. En effet, les « [f]iduciary duties are the mechanism invented by the legal system for filling in the unspecified terms of shareholders' contingent [contracts] »[506]. À ce titre, l'application du principe fiduciaire à la relation d'agence constitue un mécanisme de protection des intérêts du principal contre l'opportunisme de l'agent. De la même manière, l'analyse judiciaire des termes incomplets dans les contrats des autres parties prenantes est réalisée à l'aide d'autres fondements juridiques tels que le droit du travail, le droit des conventions collectives ou encore les contrats d'émission d'obligation[507]. Dès lors, compte tenu du risque et de l'incertitude que fait peser la gestion de la société sur les actifs de la société, la mécanique fiduciaire est primordiale pour préserver le patrimoine et leur garantir ainsi une protection minimale. En effet, les décisions prises par les dirigeants et les administrateurs sont souvent complexes et leurs conséquences sont imprévisibles. Par conséquent, les devoirs « fiduciaires » suppléent aux contingences de la relation entre la société et l'actionnaire[508].

De la même manière que le droit des sociétés attribue aux actionnaires un droit de créance résiduelle sur les actifs de la société, il leur reconnaît également le reliquat des droits disponibles une fois que les autres parties prenantes ont souscrit leur contrat avec la société[509]. De la sorte, un régime d'obligations en faveur des actionnaires crée un contexte juridique au sein duquel les autres parties prenantes sont libres de négocier, *ex ante*, leurs garanties avec la société. De la même façon que les actionnaires disposent du reliquat des actifs après le paiement de toutes les créances, ils disposent également des droits juridiques qui n'auraient pas été

---

[505] Raymonde Crête, Marc Lacoursière et Cinthia Duclos, « Partie II : la rationalité du particularisme juridique des rapports de confiance dans les services de conseils financiers et de gestion de portefeuille » (2009) 39 *Revue générale de droit* 523 à la p 554.

[506] Jonathan R. Macey et Geoffrey P. Miller, « Corporate Stakeholders: A Contractual Perspective » (1993) 43 *University of Toronto Law Journal* 401 à la p 407.

[507] Jonathan R. Macey et Geoffrey P. Miller, « Corporate Stakeholders: A Contractual Perspective » (1993) 43 *University of Toronto Law Journal* 401 à la p 404.

[508] Jonathan R. Macey et Geoffrey P. Miller, « Corporate Stakeholders: A Contractual Perspective » (1993) 43 *University of Toronto Law Journal* 401 à la p 407.

[509] Jonathan R. Macey, « Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Non-Shareholder Constituencies from a Theory of the Firm Perspective » (1999) 84 *Cornell Law Review* 1266 à la p 1280 ; Frank H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit*, New York, Augustus M. Kelley, 1964 aux pp 279–280, 359.

préalablement contractualisés[510]. Par conséquent, nous sommes du même avis que le professeur Jonathan R. Macey selon lequel :

> [A] system of corporate governance in which fiduciary duties are owed exclusively to shareholders because no suitable alternative means of protecting shareholders' claims exist other than by way of a judicially enforced regime of fiduciary duties. By contrast, the obligations owed to other claimants can be enforced by contract because they are more precisely defined than the obligations to shareholders[511].

Paragraphe 2. — Un devoir contractuel implicite

Le rôle du principe fiduciaire doit être envisagé dans le contexte des problèmes liés à l'exécution de contrats à long terme. Cette dimension relationnelle des contrats à long terme, particulièrement celui qui lie le dirigeant à la société, illustre la rationalité limitée des parties[516]. En effet, il est impossible pour les parties au contrat de raisonnablement prévoir l'ensemble des éventualités qui se présenteront à elles dans le cours de leur relation[517]. Comme a pu l'écrire Oliver Williamson : « [c]omprehensive contracting is not a realistic organizational alternative when provision for bounded rationality is made. If mind is the scarce resource, then economizing on claims against it is plainly warranted »[518]. Dès lors, pour les contrats où il est impossible de stipuler précisément les obligations des parties, le recours à des termes implicites, tels que la bonne foi et la loyauté, leur permet d'agir dans leur intérêt mutuel[519]. Nous pouvons ajouter aux

---

[510] Jonathan R. Macey, « Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Non-Shareholder Constituencies from a Theory of the Firm Perspective » (1999) 84 *Cornell Law Review* 1266 à la p 1289.

[511] Jonathan R. Macey et Geoffrey P. Miller, « Corporate Stakeholders: A Contractual Perspective » (1993) 43 *University of Toronto Law Journal* 401 à la p 423 ; sur le fait que faire bénéficier d'autres intervenants de la protection fiduciaire nuirait à son potential régulateur, voir Henry N. Butler et Larry E. Ribstein, « Opting out of Fiduciary Duties: A Response to the Anti-Contractarians » (1990) 65 *Washington Law Review* 1 aux pp 29–30 et David R. Fischel et Michael Bradley, « The Role of Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law: A Theoretical and Empirical Analysis » (1986) 71 *Cornell Law Review* 261 aux pp 262–263.

[516] Voir *infra* chapitre 4 où est présentée la dimension relationnelle du contrat qui lie le dirigeant à la société par actions.

[517] Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, *Analyse économique du droit*, 2e éd, Dalloz, Paris, 2008 à la p 376 ; Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 à la p 90.

[518] Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, Free Press, 1998 à la p 46.

[519] Henry N. Butler et Larry E. Ribstein, « Opting out of Fiduciary Duties: A Response to the Anti-Contractarians » (1990) 65 *Washington Law Review* 1 à la p 29.

propos précédents ceux de Oliver Hart pour qui :

> [I]t is only possible to make sense of fiduciary duty in a world where the initial contract is incomplete for some reason […] [and] if we wish to understand fiduciary duty [...] then we must depart from the comprehensive contracting world of principal-agent theory and incorporate the transaction cost of writing contracts and the consequent contractual incompleteness[520].

Ainsi, les devoirs de loyauté et de diligence sont des standards qui guident l'interprétation judiciaire. Ils permettent aux tribunaux de déterminer si une des parties a agi conformément à ce qui aurait été établi si elles avaient été capables d'envisager les circonstances initialement imprévisibles[521]. De cette manière, le principe fiduciaire permet, *ex post*, une surveillance et un contrôle des dirigeants par les actionnaires et introduit, *ex ante*, un aspect dissuasif à leur relation[522]. En ce sens, les devoirs fiduciaires réduisent les coûts associés à la situation où les parties tentent de prévoir contractuellement l'ensemble des éventualités qu'elles peuvent rencontrer[523].

Si la rédaction complète des termes du contrat est coûteuse, elle peut d'autant plus ne pas être souhaitable dans certaines situations où les parties jugent préférable de conserver une certaine discrétion dans l'exécution de leurs obligations[524]. C'est dire que l'incomplétude contractuelle peut être une posture délibérée des parties qui préfèrent se fier à des normes et des usages sociaux pour régler les difficultés qui surviendraient en cours d'exécution[525]. Les contrats

---

[520] Oliver Hart, « An Economist's View of Fiduciary Duty » (1993) 43 *University of Toronto Law Journal* 299 à la p 301.

[521] Robert Sitkoff, « The Economic Structure of Fiduciary Law » (2011) 91 *Boston University Law Review* 1039 à la p 1043 ; Ian R. Macneil, « The Many Future of Contracts » (1974) 47 *Southern California Law Review* 691 à la p 734 ; Ronald Coase, « The Problem of Social Cost » (1960) 3 *Journal of Law and Economics* 1 à la p 12.

[522] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 à la p 92 ; Daniel R. Fischel et John H. Langbein, « ERISA's Fundamental Contradiction: The Exclusive Benefit Rule » (1988) 55 *University of Chicago Law Review* 1105 à la p 1114.

[523] Alison Anderson, « Conflicts of Interest: Efficiency, Fairness and Corporate Structure » (1978) 25 *University of California Law Review* 738 aux pp 757–760 ; Victor Brudney et Robert Charles Clark, « A New Look at Corporate Opportunities » (1981) 94 *Harvard Law Review* 997 à la p 999.

[524] B. Douglas Bernheim et Michael D. Whinston, « Incomplete Contracts and Strategic Ambiguity » (1998) 88 *The American Economic Review* 902 à la p 903.

[525] Juliet P. Kostritsky, « Taxonomy for Justifying Legal Intervention in an Imperfect World: What To Do When Parties Have Not Achieved Bargains or Have Drafted Incomplete Contracts » (2004) 2 *Wisconsin Law Review* 323 aux pp 375–376.

à long terme dont celui du dirigeant est l'illustration parfaite, sont donc inévitablement incomplets puisque : [w]here there is a delay between the formation of the contract and its performance, or where there is a contract for performance to be made over an extended period, there is a much greater chance of changes in circumstances having an impact on the balance of the bargain »[526]. Selon la théorie des coûts de transactions, les contrats à long terme sont des arrangements organisationnels qui assurent la protection des investissements spécifiques à la transaction[527]. Cependant, de tels investissements sont menacés par le possible « hold-up » d'une partie qui, compte tenu de sa position dominante, peut tenter de renégocier les termes du contrat pour accaparer le surplus apporté par la spécificité de l'actif à la transaction[528]. Sous cet angle, la formulation de stipulations contractuelles complètes qui permettent de protéger la spécificité de l'investissement s'oppose à la souplesse qu'exige l'efficacité *ex post* de la transaction[529].

Idéalement, les obligations de loyauté et de diligence doivent permettre de placer les parties dans la situation dans laquelle elles se trouveraient si les coûts de transaction avaient été nuls[530]. Cependant, elles doivent autant que possible permettre de préserver la flexibilité du contrat. À cette fin, le droit des sociétés permet de moduler leur rigueur. Par exemple, le droit des sociétés assouplit la règle de principe selon laquelle le fiduciaire ne peut pas tirer de profit personnel dans sa gestion pour l'intérêt du bénéficiaire. En effet, il sera possible au dirigeant d'engager la société dans une transaction pour laquelle il a un intérêt personnel à condition que soient respectées des exigences relatives à la communication, à la divulgation et à une surveillance judiciaire renforcée[531]. En tant que clauses contractuelles implicites, ces obligations

---

[526] John Cartwright, *Contract Law: An Introduction to the English Law of Contract for the Civil Lawyer*, 2e éd, Oxford, Hart Publishing, 2013 à la p 251.

[527] Bruno Deffains et Samuel Ferey, « Pour une théorie économique de l'imprévision en droit des contrats » (2010) 4 *Revue trimestrielle de droit civil* 719 à la p 720.

[528] Bruno Deffains et Samuel Ferey, « Pour une théorie économique de l'imprévision en droit des contrats » (2010) 4 *Revue trimestrielle de droit civil* 719 aux pp 720–721.

[529] Robert E. Scott et George G. Triantis, « Incomplete Contracts and the Theory of Contract Design Symposium: Incomplete Contracts: Judicial Responses, Transactional Planning, and Litigation Strategies » (2005) 56 *Case Western Reserve Law Review* 187 à la p 189.

[530] Daniel R. Fischel, « The Economics of Lender Liability » (1989) 99 *Yale Law Journal* 131 à la p 147.

[531] Daniel R. Fischel et John H. Langbein, « ERISA's Fundamental Contradiction: The Exclusive Benefit Rule » (1988) 55 *University of Chicago Law Review* 1105 aux pp 1115–1116.

encadrent, avec plus ou moins de rigueur, les comportements des dirigeants. De la sorte, elles contribuent, d'une part, à préserver les gains issus de la délégation d'autorité des actionnaires aux dirigeants et, d'autre part, à limiter l'opportunisme et les comportements destructeurs de richesses[532].

L'interprétation judiciaire des ces normes de conduite permet de moduler la portée du principe fiduciaire en fonction de la spécificité du contexte au sein duquel s'inscrit la relation d'agence. Ces standards servent d'instruments à l'interprétation des termes contractuels implicites à la relation entre les dirigeants, la société et les actionnaires[533]. Par ailleurs, la dimension relationnelle du contrat avec le dirigeant, associée à la complexité et à l'incertitude, requiert de recourir à des critères de performance rédigés en termes généraux. Compte tenu de leur caractère général, ces critères doivent faire l'objet d'une contextualisation au cas par cas[534]. Ainsi, les fondements économiques et moraux, sur lesquels prennent appui des notions telles que la bonne foi ou la loyauté, contribuent au développement d'une éthique appliquée à la gestion opérée par les administrateurs et les dirigeants de la société par actions[535].

La norme de la primauté actionnariale occupe un rôle central dans l'appréciation de la portée des obligations de loyauté et de diligence par les tribunaux[536]. En faisant bénéficier les actionnaires de la protection de ces obligations, le droit des sociétés définit l'objectif à poursuivre en termes de maximixation de la valeur de la société[538]. La structure de gouvernance

---

[532] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, « Antitrust Suits by Targets of Tender Offers » (1982) 80 *Michigan Law Review* 1155 à la p 1172 ; Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, « The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer » (1981) 94 *Harvard Law Review* 1161 à la p 1170.

[533] Pour un exemple en matière d'offre de rachat Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, « Takeover Bids, Defensive Tactics, and Shareholders' Walfare » (1981) 36 *Business Law Review* 1733.

[534] Charles J. Goetz et Robert E. Scott, « Principles of Relational Contracts » (1981) 67 *Virginia Law Review* 1089 aux pp 1092–1093.

[535] Brian R. Cheffins, « Law, Economics and Morality: Contracting Out of Corporate Law Fiduciary Duties » (1991) 19 *Canadian Business Law Journal* 28 aux pp 45–47 ; sur la notion de bonne foi comme terme contractuel implicite Steven J. Burton, « Breach of Contract and the Common Law Duty to Perform in Good Faith » (1980) 94 *Harvard Law Review* 369 à la p 371 ; John L. Howard, « Fiduciary Relations in Corporate Law » (1991) 19 *Canada Business Law Journal* 1 à la p 19 et s.

[536] Jill E. Fisch, « Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy » (2006) 31 *The Journal of Corporation Law* 637 à la p 650 ; voir *infra* chapitre 6.

[538] Matthew T. Bodie, « AOL Time Warner and the False God of Shareholder Primacy » (2006) 31 *Journal of Corporation Law* 975 aux pp 976, 978–979 ; Roberta S. Karmel, « Sould a Duty to the Corporation Be Imposed on Institutional Shareholders? » (2004) 60 *Business Lawyer* 1 aux pp 1, 16 ; Michael B. Dorff, « The Group Dynamics

doit inciter les dirigeants à agir en conformité avec cet objectif, notamment au travers de l'élaboration des régimes de rémunération[539]. Malgré les critiques formulées par les progressistes, partisans d'une approche partenariale et d'un élargissement de la protection fiduciaire à d'autres bénéficiaires, le modèle de la primauté actionnariale demeure l'approche dominante[540].

SECTION 2. — LES CONFLITS FIDUCIAIRES DANS L'ENTREPRISE

Selon le professeur Jonathan R. Macey, l'efficacité de la structure de gouvernance des sociétés par actions s'apprécie au regard du contrôle des situations de conflits intérêts[541]. La seconde fonction du droit des sociétés est donc de restreindre les différentes formes d'opportunismes qui nuisent à la création de valeur[542]. Les devoirs fiduciaires opèrent ainsi comme des obligations supra-contractuelles relatives à l'équité et à l'éthique vouées au maintien de l'équilibre des pouvoirs au sein de la firme[543]. Dans la mesure où tous les conflits d'intérêts ne sont pas du même type, il ne peut pas y avoir de conception unitaire des devoirs fiduciaires qui pèsent sur les dirigeants et les administrateurs de la société[544]. La distinction entre la

---

Theory of Executive Compensation » (2006) 28 *Cardozo Law Review* 2025 à la p 2026 ; D. A. Jeremy Telman, « The Business Judgment Rule, Disclosure, and Executive Compensation » (2007) 81 *Tulane Law Review* 829 à la p 862.

[539] Michael B. Dorff, « The Group Dynamics Theory of Executive Compensation » (2006) 28 *Cardozo Law Review* 2025 à la p 2027.

[540] Margaret M. Blair et Lynn A. Stout, « A Team Production Theory of Corporate Law » (1999) 85 *Virginia Law Review* 247 (sur l'idée du passage de la vision actionnariale à une vision d'investissement spécifique à laquelle sont intéressés non seulement les actionnaires mais également les dirigeants, les employés et possiblement d'autres parties prenantes) ; Stephen M. Bainbridge, « Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance » (2003) 97 *Northwestern University Law Review* 547 à la p 550 (l'intérêt des actionnaires demeure primordial et l'entreprise est un véhicule permettant au conseil d'administration d'engager des facteurs de production) ; Henry Hansmann et Reiner Kraakman, « The End of History for Corporate Law » (2001) 89 *The Georgetown Law Journal* 439 à la p 468.

[541] Jonathan Macey, « The Nature of Conflict of Interest Within the Firm » (2006) 31 *Journal of Corporation Law* 613 à la p 613.

[542] Henry Hansmann et Reinier Kraakman, « What Is Corporate Law? » dans Reiner Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2e éd, New York, Oxford University Press, 2009, 1 à la p 2.

[543] Jill E. Fisch, « Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy » (2006) 31 *The Journal of Corporation Law* 637 à la p 662.

[544] Lawrence E. Mitchell, « A Theoretical and Pratical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes » (1992) 70 *Texas Law Review* 579 aux pp 590–591.

dimension verticale et horizontale du conflit d'agence est le trait distinctif du modèle de gouvernance des sociétés par actions[545]. Autrement dit, selon qu'il s'agit d'un conflit de type vertical ou horizontal, les acteurs, les comportements et les décisions mis en cause seront différents tout comme les implications pour les dirigeants et les administrateurs. D'un côté, les conflits verticaux résultent du rôle du conseil d'administration en tant que gestionnaire de la société et de ses actifs pour le compte d'investisseurs et, de l'autre, les conflits horizontaux découlent de revendications concurrentes au sein de la société où chacun des intervenants à des intérêts légitimes[546].

Sous-section 1. — Les conflits d'appropriation de richesses

Paragraphe 1. — Un conflit vertical

Le premier type de conflit, dit vertical, est l'illustration classique de la séparation de la propriété et du contrôle de la société puisqu'il met en cause les dirigeants et les actionnaires dans un contexte où les intérêts des dirigeants sont en inadéquation avec ceux des actionnaires. Les conflits verticaux sont des conflits relatifs à la gestion de la société et à l'arbitrage des intérêts des différentes parties prenantes. En d'autres mots, ils illustrent les situations où les administrateurs et les dirigeants sont en mesure d'agir de manière à satisfaire leurs intérêts personnels au détriment de ceux des autres groupes qui composent la société[547]. Sont ainsi visées les situations où les membres de la direction détournent des occasions d'affaires à leur avantage. De tels conflits sont caractérisés par des rapports déséquilibrés au sein de la société puisque les dirigeants usent de leurs pouvoirs d'une manière qui porte atteinte aux intérêts des actionnaires, des créanciers, des employés, etc. Le conflit vertical prend donc place dans les situations où la conduite de l'agent est biaisée puisqu'elle s'écarte des intérêts du principal[548]. Ainsi, la gestion

---

[545] Simone M. Sepe, « Corporate Agency Problems and Dequity Contracts » (2010) 36 *Journal of Corporation Law* 113 à la p 130 ; Robert P. Bartlett, « Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation » (2006) 54 *University of California Law Review* 37.

[546] Lawrence E. Mitchell, « A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes » (1992) 70 *Texas Law Review* 579 à la p 593.

[547] Lawrence E. Mitchell, « A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes » (1992) 70 *Texas Law Review* 579 à la p 591.

[548] Jonathan Macey, « The Nature of Conflict of Interest Within the Firm » (2006) 31 *Journal of Corporation Law*

des conflits verticaux vise à restreindre l'action du conseil d'administration à agir dans son intérêt au détriment d'autres groupes considérés plus faibles[549].

La majorité des conflits verticaux oppose les dirigeants aux actionnaires de la société par actions : les détournements de fonds, les accords avec la société auxquels le dirigeant est partie prenante, l'appropriation d'opportunités d'affaires, la mise en place de régime de rémunération très avantageux, la diversification excessive ou la rétention d'information par les dirigeants, pour n'en nommer que quelques-uns[550]. Typiquement, le conflit vertical prend forme dans le cadre de transactions intéressées où la société négocie avec un ou plusieurs de ses dirigeants et administrateurs[551]. De la même manière, nombreuses sont les sociétés qui, au travers de leur code d'éthique, interdisent formellement à leurs employés d'accepter des cadeaux, des faveurs ou des rémunérations de personnes ou d'entités en lien avec la société[552]. Semblablement, le processus décisionnel relatif à l'élaboration et à la fixation de la rémunération des dirigeants relève de cette catégorie de conflit, notamment lorsque l'agent est en mesure de choisir lui-même, de manière plus ou moins apparente, les éléments et le montant de sa rémunération[553].

Le conflit vertical est intrinsèquement lié au rôle des incitatifs dans les relations d'agence bilatérale où ils doivent guider la conduite du dirigeant sans pour autant nuire à la prise de décision optimale[554]. La rémunération des dirigeants est une caractéristique décisive dans

---

613 à la p 630.

[549] Lawrence E. Mitchell, « The Death of Fiduciary Duty in Close Corporation » (1990) 138 *University of Pennsylvania Law Review* 1675 (sur le fait que la mise en œuvre de devoirs fiduciaires provient d'un déséquilibre des pouvoirs).

[550] Kenneth E. Scott, « The Role of Corporate Governance in South Korean Economic Reform » (1998) 10 *Journal of Applied Corporate Finance* 8 à la p 13 ; Theodor Baums et Kenneth E. Scott, « Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany » (2005) 53 *American Journal of Comparative Law* 31 à la p 37.

[551] Theodor Baums et Kenneth E. Scott, « Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany » (2005) 53 *American Journal of Comparative Law* 31 à la p 38.

[552] Usha Rodriguez, « From Loyalty to Conflict: Addressing Fiduciary Duty at the Officer Level » (2009) 61 *University of Florida Law Review* 1 à la p 15.

[553] Usha Rodriguez, « From Loyalty to Conflict: Addressing Fiduciary Duty at the Officer Level » (2009) 61 *University of Florida Law Review* 1 à la p 16 ; voir *infra* chapitre 4.

[554] Simone M. Sepe, « Corporate Agency Problems and Dequity Contracts » (2010) 36 *Journal of Corporation Law* 113 aux pp 129–130 ; Richard C. Nolan, « The Legal Control of Directors' Conflicts of Interest in the United Kingdom: Non-Executive Directors Following the Higgs Report » (2005) 6 *Theoretical Inquiries in Law* 413 à la p 415.

l'évaluation de l'efficacité de la gouvernance des sociétés par actions. En effet, c'est le domaine où la divergence entre les intérêts des actionnaires et de la direction est la plus manifeste, car toute somme perçue par le dirigeant est transférée directement du patrimoine des actionnaires[555]. Ainsi, dans leur relation avec les dirigeants, les actionnaires doivent concilier la nécessité de contraindre les agents à agir dans leurs intérêts et la liberté qui est nécessaire à leur prise de décision. Il importe donc de trouver un équilibre au risque que les limites imposées à la discrétion managériale interfèrent avec la capacité des dirigeants à servir au mieux les intérêts des actionnaires[556]. Les propos du professeur Robert C. Clark, dans son ouvrage *Corporate Law* paru en 1986, résument parfaitement l'enjeu d'une telle situation :

> [T]he role or function of the manager is to act on behalf of other persons' interests. Yet power corrupts. It can be turned to [a manager's] personal use [...] in ways that hurt the other persons having claims on the organization. The problem, then, is how to keep managers accountable to their other-directed duties while nonetheless allowing them great discretionary power over appropriate matters. <u>This is the major problem dealt with by corporate law</u> [soulignement ajouté][557].

À cette fin, le droit des sociétés et les obligations fiduciaires doivent permettre de maintenir un équilibre des pouvoirs ou le rétablir lorsqu'il est rompu entre les dirigeants et les actionnaires. Les tensions inhérentes entre la direction et les actionnaires impliquent nécessairement une gouvernance d'entreprise de nature dialectique[558]. Dès lors, le régime des obligations fiduciaires permet d'appréhender les relations d'agence au sein de la société en encadrant, quoique minimalement, leurs rapports[559]. Dans les conflits de type vertical, la préoccupation centrale est de conférer suffisamment de discrétion aux dirigeants pour qu'ils puissent opérer en toute flexibilité sans pour autant perdre de vue l'objectif de maximisation du

---

[555] Michael B. Dorff, « Does One Hand Wash the Other? Testing the Managerial Power and Optimal Contracting Theories of Executive Compensation » (2005) 30 *Journal of Corporation Law* 255 à la p 255.

[556] Simone M. Sepe, « Corporate Agency Problems and Dequity Contracts » (2010) 36 *Journal of Corporation Law* 113 aux pp 130–131.

[557] Robert C. Clark, *Corporate Law*, Boston, Little Brown and Co, 1986 aux pp 33–34.

[558] John H. Matheson et Brent A. Olson, « Corporate Law and the Longterm Shareholder Model of Corporate Governance » (1992) 76 *Minnesota Law Review* 1313 aux pp 1323–1353 ; John H. Matheson et Brent A. Olson, « Corporate Cooperation, Relationship Management, and the Trialogical Imperative for Corporate Law » (1994) 78 *Minnesota Law Review* 1443 à la p 1451.

[559] Lawrence E. Mitchell, « The Death of Fiduciary Duty in Close Corporation » (1990) 138 *University of Pennsylvania Law Review* 1675 aux pp 1684–1688.

bien-être actionnarial[560].

Le lien entre la construction des devoirs fiduciaires et les conflits verticaux a centré l'analyse sur les situations où le dirigeant agit de manière opportuniste et intéressée[561]. Compte tenu, d'une part, de l'intérêt personnel des dirigeants pour la société et son patrimoine et, d'autre part, de la discrétion qui leur est accordée pour l'exercice de leurs fonctions, les tribunaux ont refusé de placer les dirigeants au même niveau de conduite exigé d'autres fiduciaires[562]. À ce titre, le juge en chef Seitz de la Cour d'appel fédérale américaine du 3e circuit a déclaré que :

> It is frequently said that directors are fiduciaries. Although this statement is true in some senses, it is also obvious that if directors were held to the same standard as ordinary fiduciaries the corporation could not conduct business. For example, an ordinary fiduciary may not have the slightest conflict of interest in any transaction he undertakes on behalf of the trust. Yet by the very nature of corporate life a director has a certain amount of self-interest in everything he does. The very fact that the director wants to enhance corporate profits is in part attributable to his desire to keep shareholders satisfied so that they will not oust him [soulignement ajouté][563].

Dès lors, l'environnement juridique et réglementaire a développé des règles procédurales et substantielles permettant d'encadrer les transactions intéressées et interdisant certaines formes extrêmes d'opportunisme[564]. Étant donnée la latitude accordée au dirigeant, il est plus difficile de caractériser une violation de ses obligations fiduciaires et nécessite une faute substantielle de sa part. Cependant, tous les comportements intéressés ne sont pas a priori nuisibles à la société puisque certains accords, même s'ils intéressent des dirigeants et des

---

[560] Lyman Johnson, « The Delaware Judiciary and the Meaning of Corporate Life and Corporate Law » (1990) 68 *Texas Law Review* 865 à la p 880.

[561] Lawrence E. Mitchell, « A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes » (1992) 70 *Texas Law Review* 579 à la p 599.

[562] Lawrence E. Mitchell, « The Death of Fiduciary Duty in Close Corporation » (1990) 138 *University of Pennsylvania Law Review* 1675 aux pp 1678–1679 ; Victor Brudney, « The Independent Director-Heavenly City or Potemkin Village? » (1982) 95 *Harvard Law Review* 597 aux pp 607–608 ; Tamar Frankel, « Fiduciary Law » (1983) 71 *California Law Review* 795 aux pp 805–807 ; J. A. C. Hetherington et Micheal P. Dooley, « Illiquidity and Exploitation: A Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem » (1977) 63 *Virginia Law Review* 1 à la p 39.

[563] *Johnson v Trueblood*, 629 F (2d) 287 à la p 292 (3e Cir 1980).

[564] Victor Brudney, « Fiduciary Ideology in Transactions Affecting Corporate Control » (1966) 65 *Michigan Law Review* 259 aux pp 299–300.

administrateurs, peuvent s'avérer être avantageux pour les actionnaires[565]. De manière générale, il est difficile d'engager la responsabilité fiduciaire des dirigeants, hormis pour les cas manifestement frauduleux, illégaux ou qui témoignent d'une grossière négligence ou d'une prise flagrante d'intérêt[566]. Par conséquent, le principe fiduciaire a avant tout une fonction dissuasive et préventive. En imposant un standard de conduite relatif à la loyauté, il restreint l'opportunisme managérial en signalant les comportements et les pratiques susceptibles d'engager leur responsabilité, notamment celles relatives à la rémunération des dirigeants, à la distribution de dividendes et plus largement à toute situation où le dirigeant a une prise d'intérêt manifeste[567].

Paragraphe 2. — Un conflit de loyauté

Comme l'illustrent nos développements, le conflit de type vertical est une atteinte directe au principe de la primauté actionnariale. Ainsi, l'obligation fiduciaire de loyauté impose des normes de comportement qui protègent la société et ses actionnaires de tout détournement de ressources[568]. Au Canada comme au Québec, les dirigeants et les administrateurs de sociétés par actions sont tenus à une obligation de loyauté et d'honnêteté[569], en vertu de laquelle ils sont tenus d'agir au mieux des intérêts de la société. La notion d'intérêts de la société a été à l'origine d'importants débats doctrinaux et jurisprudentiels[570]. Ces débats font directement écho aux deux principaux courants qui fondent la conception juridique de l'entreprise[571]. D'un côté, le courant contractualiste défend une vision de l'entreprise gérée en vue d'une maximisation de sa valeur

---

[565] Victor Brudney, « Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contract » (1985) 85 *Columbia Law Review* 1403 à la p 1407 ; Harold Marsh, « Are Directors Trustees? Conflict of lnterest and Corporate Morality » (1966) 22 *Business Lawyer* 35 à la p 57.

[566] J. A. C. Hetherington et Micheal P. Dooley, « Illiquidity and Exploitation: A Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem » (1977) 63 *Virginia Law Review* 1 à la p 11 (la faute substantielle couvre la fraude, l'action illégale, le gaspillage, l'abus de biens, etc.).

[567] David S. Ruder, « Duty of Loyalty — A Law Professor's Status Report » (1985) 40 *Business Lawyer* 1383 aux pp 1386–1387.

[568] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 à la p 104.

[569] Art 322 CcQ ; Art 122(1) LCSA.

[570] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 à la p 415.

[571] Voir *supra* chapitre 1, section 1.

au profit des actionnaires, et d'un autre côté, le courant institutionnel ambitionne d'appréhender l'entreprise moderne comme une entité collective[572].

Dans la décision *Wise*[573], la Cour suprême du Canada estime que l'obligation de loyauté contraint les dirigeants et les administrateurs à éviter tout conflit d'intérêts et à agir avec intégrité et de bonne foi au mieux des intérêts de la société[574]. Dans cette affaire, la Cour d'appel du Québec a reconnu que la loyauté s'appréciait au regard des motivations des agents et non pas des conséquences de leurs actions :

> Le "devoir de loyauté" ou "fiduciary duty" ne se rapporte pas à la qualité de la gestion des administrateurs, mais plutôt à leur comportement personnel. La loi leur impose d'être loyaux envers ceux qui leur ont confié la mission de gérer les actifs mis en commun. Ce genre de devoir s'intéresse davantage à la motivation des administrateurs plutôt qu'aux conséquences de leurs gestes. Autrement dit, l'intégrité et la bonne foi s'analysent en fonction des raisons qui poussent les administrateurs à agir et non à la lumière des résultats concrets de leurs actions [soulignement ajouté][575].

D'ailleurs, en faisant application de la LCSA, la Cour d'appel a pris position en faveur de la conception classique de l'intérêt de la société en confirmant le principe de la primauté actionnariale[576]. La décision *Wise* illustre parfaitement le tiraillement de la doctrine entre les

---

[572] Pour une présentation des deux courants théoriques majoritaires Michael Bradley, Cindy A. Schipani, Anant K. Sundaram et James P. Walsh Source, « The Purposes and Accountability of the Corporation in Contemporary Society: Corporate Governance at a Crossroads » (1999) 62 *Law and Contemporary Problems* 9. Pour une critique plus ciblée de la conception traditionnelle et pour un exposé des situations étrangères Marcel Lizée, « Le principe du meilleur intérêt de la société commerciale en droit anglais et comparé » (1989) 34 *McGill Law Journal* 653.

[573] *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461.

[574] *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 à la p 477 citant Kevin P. McGuinness, *The Law and Practice of Canadian Business Corporations*, Toronto, Butterworth, 1999 à la p 715 (« En vertu de l'obligation fiduciaire prévue par la loi, les administrateurs et les dirigeants doivent agir avec intégrité et de bonne foi au mieux des intérêts de la société. Ils doivent respecter la confiance qui leur a été accordée et gérer les actifs qui leur sont confiés de manière à réaliser les objectifs de la société. Ils doivent éviter les conflits d'intérêts avec la société. Ils ne doivent pas profiter du poste qu'ils occupent pour tirer un avantage personnel. Ils doivent préserver la confidentialité des renseignements auxquels leurs fonctions leur donnent accès. Les administrateurs et les dirigeants doivent servir la société de manière désintéressée et avec loyauté et intégrité » [soulignement ajouté]).

[575] *Peoples Department Stores Inc (Syndic de)*, [2003] JQ n 505 au para 71.

[576] *Peoples Department Stores Inc (Syndic de)*, [2003] JQ n 505 aux para 66–67 (« [L'article 122(1) LCSA] consacre l'obligation des administrateurs d'agir au mieux des intérêts de la société. À défaut d'une définition plus précise de ce que sont les "intérêts de la société", c'est l'atteinte des objets pour lesquels la société a été formée qui délimite le mieux les contours de cette notion. Or, de façon générale, les intérêts de la société rejoignent ceux de l'ensemble des actionnaires, parce que l'atteinte des objets de la société constitue, en principe, la raison d'être de la mise en commun des sommes investies. En tenant pour acquis que les actionnaires recherchent l'atteinte des objets de la société, on peut conclure à une coïncidence habituelle entre la volonté des actionnaires et les intérêts

deux courants qui appellent deux conceptions différentes de la société et des intérêts qu'elle doit servir au travers de la conduite de ses dirigeants et administrateurs[577]. Au regard de la décision de la Cour d'appel, l'obligation fiduciaire de loyauté impose aux dirigeants de conduire les affaires de la société dans l'intérêt des actionnaires sans distinction entre eux, peu importe qu'ils détiennent des actions ordinaires ou privilégiées[578]. Le jugement d'appel reflète la conception classique puisqu'elle refuse d'assimiler la relation fiduciaire entre le dirigeant et les actionnaires à celle des créanciers avec la société[579]. En revanche, la décision de la Cour suprême a précisé ce qu'il fallait entendre par intérêts de la société. En effet, comme le précise la Cour :

> Pour déterminer s'il agit au mieux des intérêts de la société, il peut être légitime pour le conseil d'administration, vu l'ensemble des circonstances dans un cas donné, de tenir compte notamment des intérêts des actionnaires, des employés, des fournisseurs, des créanciers, des consommateurs, des gouvernements et de l'environnement[580].

La Cour suprême emboîte donc le pas à une prise en compte, certes subsidiaire, des intérêts d'autres parties prenantes tout en s'abstenant d'exposer les modalités pour l'arbitrage de ces intérêts divers[581]. Par ailleurs, l'arrêt de la Cour suprême *BCE Inc c Détenteurs de débentures 1976*[582] a confirmé la conception de l'intérêt de la société exprimée dans la décision *Wise*[583].

---

de la société »).

[577] *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 à la p 481 (« Il est évident qu'il ne faut pas interpréter l'expression "au mieux des intérêts de la société" comme si elle signifiait simplement "au mieux des intérêts des actionnaires". D'un point de vue économique, l'expression "au mieux des intérêts de la société" s'entend de la maximisation de la valeur de l'entreprise »).

[578] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 à la p 417.

[579] Stéphane Rousseau, « Duties of Directors of Financially Distressed Corporations: A Québec Perspective on Peoples Case » (2003) 39 *Canadian Business Law Journal* 368 à la p 383 ; sur l'idée que les intérêts des actionnaires et des créanciers ne sont pas divergents Edward M. Iacobucci, « Directors' Duties in Insolvency: Clarifying What Is at Stake » (2003) 39 *Revue canadienne de droit commercial* 398 à la p 405 ; *Peoples Department Stores Inc (Syndic de)*, [2003] JQ n 505 aux para 96–97.

[580] *Magasins à rayons Peoples inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 au para 42 (CanLII).

[581] Wayne D. Gray, « A Sollicitor's Perspective on Peoples » (2005) *Canadian Business Law Journal* 185 aux pp 187–190.

[582] *BCE Inc c Détenteurs de débentures 1976*, [2008] RCS 560.

[583] *BCE Inc c Détenteurs de débentures 1976*, [2008] RCS 560 à la p 584 citant en partie la décision *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 à la p 482, au para 42 (« Nous considérons qu'il est juste d'affirmer en droit que, pour déterminer s'il agit au mieux des intérêts de la société, il peut être légitime pour le conseil d'administration, vu l'ensemble des circonstances dans un cas donné, de tenir compte notamment des intérêts des actionnaires, des employés, des fournisseurs, des créanciers, des consommateurs, des gouvernements

Selon la common law britannique, le fiduciaire ne doit pas user de sa position pour réaliser un profit ou un gain[584]. Dès lors, tout risque de conflit d'intérêts fait naître à la charge du fiduciaire une obligation de reddition de comptes. En matière corporative, la règle a été pour la première fois énoncée dans la décision anglaise *Aberdeen Railway Co v Blaikie Brothers*[585]. Dans la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*[586], l'exigence de la divulgation d'un conflit d'intérêts d'un administrateur n'est formulée que dans le cadre des conventions conclues avec la société[587]. Au Québec, la *Loi sur les sociétés par actions* envisage l'obligation de divulgation de l'intérêt d'un administrateur dans une convention conclue avec la société aux articles 122 et suivants. De manière complémentaire, les articles 324 et 2138 (2) CcQ énoncent également que l'administrateur doit éviter toute situation dans laquelle son intérêt personnel est susceptible d'entrer en conflit aussi bien avec celui de la société qu'avec celui d'autres personnes avec qui il entretient des relations.

Au Canada, la Cour suprême a depuis très longtemps reconnu que le statut d'administrateur de société impliquait des devoirs fiduciaires[588]. Dans la décision *Canadian Aero c O'Malley*[589], la cour a étendu le régime des obligations fiduciaires au-delà des administrateurs pour y inclure des « fonctionnaires supérieurs » dont le poste implique des « initiatives et des responsabilités très éloignées du rôle d'obéissance des préposés »[590]. Rappelons que dans cette affaire deux dirigeants de la société Canaero, messieurs O'Malley et Zarzycki, avaient quitté l'entreprise pour en créer une nouvelle. Canaero a ainsi allégué que ses

---

et de l'environnement »).

[584] *Boardman v Phipps*, [1967] 2 AC 46.

[585] *Aberdeen Rail Co v Blaikie Brothers*, [1843-60] All ER Rep 249 à la p 252 (HL) (« Such an agent has duties to discharge of a fiduciary character towards his principal, and it is a rule of universal application that no one having such duties to discharge shall be allowed to enter into engagements in which he has or can have a personal interest conflicting or which possibly may conflict with the interests of those whom he is bound to protect ») ; Bruce Welling, *Corporate Law in Canada. The Governing Principles*, 3e éd, London, Scribblers Publishing, 2006 à la p 376.

[586] *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, LRC 1985, c C-44.

[587] Art 120 LCSA.

[588] *Sun Trust Co c Bégin*, [1937] RCS 305 ; *Zwicker c Stanbury*, [1953] 2 RCS 438 ; *Peso Silver Mines Ltd c Cropper*, [1966] RCS 673 ; *Canadian Aero Service Ltd c O'Malley*, [1974] RCS 592 ; *Frame c Smith*, [1987] 2 RCS 99 aux pp 134, 136 ; *Lac Minerals Ltd c International Corona Resources Ltd*, [1989] 2 RCS 574 à la p 597 ; *McClurg c The Queen*, [1990] 3 RCS 1020 à la p 1040.

[589] *Canadian Aero c O'Malley*, [1974] RCS 592.

[590] *Canadian Aero c O'Malley*, [1974] RCS 592 aux pp 592–593.

deux anciens dirigeants avaient profité d'une occasion d'affaires. En effet, alors qu'ils étaient encore employés de Canaero, les défendeurs ont travaillé à l'attribution par le gouvernement guyanais d'un contrat pour la topographie du pays. Mais ultimement, Canaero fut écartée du projet au profit de la nouvelle société dans laquelle les défendeurs avaient une participation. La plaignante, Canaero, a donc soutenu que les défendeurs avaient indûment tiré profit d'une occasion d'affaires en contravention de leur obligation fiduciaire dont elle était la bénéficiaire. En première instance, le juge a considéré que les défendeurs étaient obligés fiduciairement à l'égard de Canaero. À l'inverse, la Cour d'appel de l'Ontario a jugé que les deux anciens employés n'étaient pas dans une relation équivalente à celle qu'auraient entretenue des administrateurs avec leur société. En dernier ressort, la Cour suprême a quant à elle estimé que les défendeurs avaient occupé les fonctions de président et de vice-président assorties des rémunérations et responsabilités correspondantes et qu'ils étaient, dès lors, des « fonctionnaires supérieurs » de Canaero[591]. Considérant à juste titre que les défendeurs O'Malley et Zarzycki étaient liés à la société par des liens de nature fiduciaire, la cour a estimé que leur statut dans la société commandait, au même titre qu'un administrateur, « la loyauté, la bonne foi, l'absence de conflits d'intérêts et d'obligations »[592].

Le statut de fonctionnaires supérieurs, tout comme celui des administrateurs et dirigeants, donne donc ouverture à des devoirs fiduciaires, dont un devoir de loyauté qui s'accompagne d'une obligation de divulgation et de reddition des comptes. En effet, cette obligation fait partie intégrante du devoir de loyauté puisqu'elle se fonde sur la possibilité qu'un administrateur retire un profit aux dépens de la société[593]. En tant que règle générale d'*equity*[594], l'obligation de rendre des comptes perdure même après la cessation des fonctions[595]. Par

---

[591] *Canadian Aero c O'Malley*, [1974] RCS 592 aux pp 605–606.

[592] *Canadian Aero c O'Malley*, [1974] RCS 592 à la p 606.

[593] *Canadian Aero c O'Malley*, [1974] RCS 592 à la p 609.

[594] *Regal (Hastings) Ltd v Gulliver and Others*, [1942] 1 All ER 378 à la p 381 (« Selon la règle générale en "equity", il est interdit aux personnes qui exercent des fonctions d'une nature fiduciaire de s'engager dans une affaire où leur intérêt personnel peut entrer en conflit avec des intérêts qu'elles sont tenues de protéger. Si elles détiennent un bien acquis en leur qualité de fiduciaire, elles sont tenues d'en rendre compte au bénéficiaire » [tel que traduit dans *Canadian Aero c O'Malley*, à la p 609]).

[595] Bruce Welling, *Corporate Law in Canada. The Governing Principles*, 3e éd, London, Scribblers Publishing, 2006 à la p 389.

conséquent, une telle obligation impose une « éthique stricte » aux dirigeants, administrateurs et fonctionnaires supérieurs afin qu'ils ne bénéficient pas d'un « bien ou d'un avantage commercial » aux dépens de la société qui les emploie[596]. En définitive, l'affaire O'Malley a marqué la fin de l'analyse fiduciaire par catégorie et a laissé place à une nouvelle approche basée sur des éléments contextuels pour déterminer le caractère fiduciaire d'une relation. Par exemple, pour procéder à la qualification, les juges s'appuient désormais sur des éléments tels que la position et les prérogatives de la personne ou encore le type d'information en lien avec l'occasion d'affaires litigieuse.

La jurisprudence canadienne atteste des exigences et de la rigueur que commande l'application du principe fiduciaire au domaine corporatif et à la conduite des gens d'affaires[597]. Les propos du juge Laskin sont particulièrement éclairants à ce sujet :

> En appliquant strictement ce principe aux administrateurs et aux fonctionnaires supérieurs, on ne fait que reconnaître le degré d'autorité que leur confère leur poste sur les activités de la compagnie, autorité qui transcende l'obligation courante de rendre compte aux propriétaires actionnaires et qui n'est contrôlée de quelque façon qu'aux assemblées annuelles générales ou aux assemblées spéciales. Il constitue un complément nécessaire, dans l'intérêt public, des réglementation et obligation de rendre compte légales qui elles-mêmes sont à la fois une reconnaissance de l'importance de la compagnie au sein de la collectivité et du besoin de l'assujettir, ainsi que ses promoteurs, administrateurs et directeurs, aux normes régissant le comportement exemplaire [soulignement ajouté][598].

Le mécanisme fiduciaire et le devoir de loyauté permettent d'encadrer le comportement des dirigeants et des administrateurs tout en protégeant les actionnaires de leur opportunisme. En définitive, le principe fiduciaire, associé à la norme de loyauté, constitue une composante essentielle, d'une part, à un équilibre entre les intérêts concurrents dans la société, et d'autre part, à la mise en place de standards de conduite pour ses membres.

---

[596] *Canadian Aero c O'Malley*, [1974] RCS 592 à la p 93 (« [Les] liens fiduciaires qui, d'une manière générale, commandent la loyauté, la bonne foi et l'absence de conflits d'intérêts et d'obligations. Un administrateur ou un fonctionnaire supérieur [...] ne peut s'approprier, en secret ou sans l'approbation de la compagnie, un bien ou avantage commercial qui appartient à celle-ci ou qu'elle a négocié ; surtout si l'administrateur ou le fonctionnaire participe aux négociations au nom de la compagnie »).

[597] *Canadian Aero c O'Malley*, [1974] RCS 592 à la p 607.

[598] *Canadian Aero c O'Malley*, [1974] RCS 592 à la p 610.

Sous-section 2. — Les conflits d'allocation de richesses

Paragraphe 1. — Un conflit horizontal

Le conflit horizontal provient des revendications concurrentes et divergentes des différents groupes qui opèrent sous la forme sociétaire. Généralement, un tel conflit est susceptible d'émerger, dès lors que les actions de la société créent une disparité de traitement entre les différents intervenants[599]. Autrement dit, la diversité d'intérêts parmi les parties prenantes implique nécessairement des divergences quant aux actions managériales que chaque groupe souhaite voir adoptées et mises en œuvre[600].

Les conflits d'allocation de richesses mettent en cause le conseil d'administration dans son rôle d'arbitre entre les différents acteurs de la société. En effet, le conseil d'administration est « débiteur » à l'égard de plusieurs groupes au sein de la société et doit veiller à ce que chaque prétention soit respectée dans la conduite de la société et des intérêts de ses actionnaires[601]. Par nature, les conflits horizontaux sont plus complexes que les conflits verticaux, notamment parce qu'ils opposent des revendications distributives divergentes et remettent en question l'impartialité de la prise de décision. Par ailleurs, ces conflits qui portent sur les actifs de la société sont facilités par la responsabilité limitée et par la gestion dans l'intérêt des actionnaires[602].

Conformément au principe de la primauté actionnariale, les devoirs des administrateurs et des dirigeants ne sont dus qu'à l'égard des actionnaires de la société. Autant dire que les autres intervenants à la forme sociétaire ne peuvent se prévaloir de la protection fiduciaire pour protéger leurs intérêts[603]. Ainsi, les créanciers obligataires ne peuvent pas contester les décisions

---

[599] Robert P. Bartlett, « Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation » (2006) 54 *University of California Law Review* 37 à la p 61.

[600] Simone M. Sepe, « Corporate Agency Problems and Dequity Contracts » (2010) 36 *Journal of Corporation Law* 113 à la p 116.

[601] Eric J. Gouvin, « Of Hungry Wolves and Horizontal Conflicts: Rethinking the Justifications for Bank Holding Company Liability » (1999) *University of Illinois Law Review* 949 à la p 989.

[602] Lawrence E. Mitchell, « The Fairness Rights of Corporate Bondholders » (1990) 65 *New York University Law Review* 1165 à la p 1171.

[603] Kenneth E. Scott, « Corporation Law and the American Law Institute Corporate Governance Project » (1983)

prises par la direction sur le fondement d'une obligation de loyauté ou de prudence. Toutefois, l'ensemble des groupes ayant une participation financière dans la société bénéficient indirectement de la protection fiduciaire puisque toute réparation obtenue sur ce fondement est due à la société[604]. Cette différence de statut entre les actionnaires et les obligataires est présentée comme la principale justification à leurs préférences divergentes quant aux actions managériales jugées désirables. En effet, les actionnaires tendent à privilégier les stratégies risquées et le versement de dividendes alors que les créanciers obligataires préfèrent les stratégies conservatrices permettant d'allouer les capitaux au remboursement des dettes[605]. Dès lors, pour se prémunir contre tout transfert de richesses à leurs dépens, il leur appartient, *ex ante*, de négocier les clauses contractuelles qu'ils jugent nécessaires à la protection de leurs apports ou de leurs créances. D'autres situations récurrentes de conflits horizontaux témoignent de la polarisation des préférences à l'égard des décisions de la direction. Par exemple, les salariés sont touchés par de nombreuses décisions prises dans l'intérêt des actionnaires, notamment lors des prises de contrôle. En effet, après une offre de rachat, la société cible peut entamer des opérations de restructuration afin d'augmenter sa dette[606]. Dans de nombreux cas, pour financer cette nouvelle dette, la société va mettre en place des mesures de réduction des coûts tels que des licenciements[607]. Enfin, l'illustration la plus équivoque demeure le conflit opposant les actionnaires minoritaires aux actionnaires majoritaires. Dans ce cas, les divergences se polarisent sur les relations entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires, où les premiers, compte tenu de leur participation au capital, peuvent tenter d'obtenir des bénéfices

---

35 *Stanford Law Review* 927 à la p 927.

[604] Lawrence E. Mitchell, « The Fairness Rights of Corporate Bondholders » (1990) 65 *New York University Law Review* 1165 aux pp 1192–1193.

[605] Marcel Kahan et Michael Klausner, « Antitakeover Provisions in Bonds: Bondholder Protection or Management Entrenchment » (1989) 40 *University of California Law Review* 931 à la p 938 ; Stephen M. Bainbridge, « Much Ado About Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency » (2007) 1 *Journal of Business and Technology Law* 335 aux pp 355–357.

[606] Lewis D. Solomon, Donald E. Schwartz et Jeffrey D. Bauman, *Corporations, Law and Policy: Materials and Problems*, 2e éd, St Paul, West Publishing Company, 1988 à la p 1131.

[607] Alexander C. Gavis, « A Framework for Satisfying Corporate Director's Responsibilities Under State Nonshareholder Constituency Statutes: The Use of Explicit Contracts » (1990) 138 *University of Pennsylvania Law Review* 1451 aux pp 1452–1453, 1472–1473 ; John C. Coffee, Jr, « Shareholders versus Managers: The Strain in the Corporate Web » (1986) 85 *Michigan Law Review* 1 à la p 72.

privés aux dépens des seconds[608].

Malgré l'apparente simplicité de la dichotomie entre les conflits de nature verticale et ceux de nature horizontale, certaines situations prêtent à confusion. En effet, des conflits perçus comme verticaux s'avèrent être en réalité des conflits horizontaux. Concrètement, ces conflits opposent le conseil d'administration agissant au nom des actionnaires avec d'autres groupes au sein de la société[609]. De prime abord, il semble d'agir de conflits de type vertical puisqu'ils impliquent le conseil d'administration, mais ils sont en réalité de type horizontal. En effet, dans la mesure où les actionnaires ne sont pas investis du pouvoir de prendre les mesures qu'ils souhaitent, seul le conseil peut agir pour leur compte[610]. D'autres conflits sont aussi indûment assimilés à des situations verticales d'expropriation de richesses comme les opérations d'initiés ou la cession d'un bloc de contrôle par des administrateurs ou dirigeants qui sont actionnaires majoritaires[611]. Même si, à première vue, le conflit semble opposer les dirigeants aux actionnaires, en réalité, il met en cause les administrateurs et dirigeants en tant qu'actionnaire. Le cas de l'actionnariat des administrateurs et dirigeants complique donc l'identification du type de conflit en cause. C'est donc le cumul entre le statut d'actionnaire et celui d'administrateur ou de dirigeant qui contribue à rendre l'identification plus complexe. Bien qu'il soit aisé d'identifier un conflit de type vertical lorsque sont opposés les détenteurs de différentes catégories d'actions, l'identification des conflits horizontaux ne l'est pas toujours autant. Par exemple, il est plus facile d'établir la violation d'une obligation fiduciaire quand le conflit oppose des détenteurs d'actions ordinaires à des détenteurs d'actions privilégiées puisque les dirigeants sont redevables à l'égard de toute la classe actionnariale[612]. Par contre, la situation se complexifie lorsque les actionnaires sont également membres de la haute direction.

---

[608] Ronald J. Gilson et Jeffrey N. Gordon, « Controlling Controlling Shareholders » (2003) 152 *University of Pennsylvania Law Review* 785 à la p 785 ; Alexander Dyck et Luigi Zingales, « Private Benefits of Control: An International Comparison » (2004) 59 *The Journal of Finance* 537.

[609] Lawrence E. Mitchell, « A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes » (1992) 70 *Texas Law Review* 579 à la p 593.

[610] Melvin A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, Toronto, Little Brown and Co, 1976 aux pp 3–4.

[611] Lawrence E. Mitchell, « A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes » (1992) 70 *Texas Law Review* 579 à la p 592.

[612] Lawrence E. Mitchell, « The Puzzling Paradox of Preferred Stock (And Why We Should Care About It) » (1996) 51 *Business Law* 443 aux pp 445–451 ; Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Agency Problems and Residual Claims » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 327 à la p 331.

Les normes de comportements exigées des administrateurs et des dirigeants dans les conflits d'intérêts verticaux ont pour objet une gestion de la société au profit exclusif des actionnaires. Cependant, la prééminence accordée à l'objectif de création de valeur pour les actionnaires a considérablement aggravé les conflits d'intérêts horizontaux puisque le conseil d'administration est incité à agir dans l'intérêt d'un groupe particulier. De plus, la primauté actionnariale résulte de l'ordre juridique existant puisque, d'une part, seuls les actionnaires sont habilités à effectuer des changements dans le contrôle de la société que ce soit au travers de leur droit de vote ou de la cession de leurs parts et, d'autre part, les dirigeants sont dépendants des actionnaires pour leur maintien en fonction[613].

Paragraphe 2. — Un conflit de prudence

Les conflits d'intérêts horizontaux sont appréhendés sous la bannière de l'obligation de diligence[614]. En effet, le devoir de prudence impose au dirigeant d'agir « avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, en pareilles circonstances, une personne prudente »[615]. Contrairement aux conflits verticaux, les conflits horizontaux requièrent l'identification d'un bénéficiaire des décisions managériales et la norme de la primauté actionnariale remplit cette fonction[616]. En matière de conflits d'intérêts verticaux, le bénéficiaire de l'obligation importe peu puisqu'elle ne vise qu'à interdire les comportements égoïstes et opportunistes[617]. Même si les conduites déloyales et négligentes des dirigeants portent atteinte aux intérêts des actionnaires et d'autres parties prenantes, le contrôle judiciaire de l'obligation de prudence est moins sévère que celui de l'obligation de loyauté[618]. Dans l'exercice de leurs fonctions et la gestion des affaires de la société, les dirigeants doivent pouvoir

---

[613] Lawrence E. Mitchell, « A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes » (1992) 70 *Texas Law Review* 579 à la p 594 ; D. Gordon Smith, « The Shareholder Primacy Norm » (1998) 23 *Journal of Corporation Law* 277 à la p 285.

[614] D. Gordon Smith, « The Shareholder Primacy Norm » (1998) 23 *Journal of Corporation Law* 277 à la p 285.

[615] Article 122(1)(b) LCSA.

[616] Lawrence E. Mitchell, « A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes » (1992) 70 *Texas Law Review* 579 aux pp 590–594.

[617] D. Gordon Smith, « The Shareholder Primacy Norm » (1998) 23 *Journal of Corporation Law* 277 à la p 285.

[618] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 à la p 103.

discrétionnairement prendre les risques imposés par la réalité économique[619].

Au Canada, la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* dispose :

> 122 (1) Les administrateurs et les dirigeants doivent, dans l'exercice de leurs fonctions, agir :
>
> *a*) avec intégrité et de bonne foi au mieux des intérêts de la société ;
>
> *b*) avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, en pareilles circonstances, une personne prudente.

Telle est la norme applicable pour les sociétés par actions fédérales. Au Québec, les obligations des administrateurs et des dirigeants trouvent leurs sources, d'une part, dans la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et, d'autre part, dans la *Loi sur les sociétés par actions*[620]. Les articles 122 LCSA et 119 LSA imposent donc des devoirs aux dirigeants et aux administrateurs de sociétés par actions. Mentionnons qu'au Québec le Code civil s'applique à toute disposition législative fédérale portant sur une question de droit privé pour la compléter, combler ses lacunes et fournir « le soutien conceptuel nécessaire à une application intelligente de cette loi »[621]. Dès lors, en matière de droit des sociétés par actions, il convient de se référer à certaines dispositions du Code civil qui intéressent les personnes morales, en particulier « Des obligations des administrateurs et de leurs inhabilités » ainsi que les dispositions relatives aux mandataires[622]. Ainsi, le premier alinéa de l'article 119 LSA renvoie aux articles 322 et 2138 CcQ qui imposent à l'administrateur d'agir avec prudence et diligence ainsi qu'avec honnêteté et loyauté[623] :

---

[619] Daniele Marchesani, « A New Approach to Fiduciary Duties and Employees: Wrongful Discharge in Violation of Public Policy » (2007) 75 *University of Cincinnati Law Review* 1453 à la p 1473.

[620] *Loi sur les sociétés par actions*, RLRQ, c S-31.1.

[621] art 8.1 *Loi d'interprétation*, LRC 1985, ch I-21 ; art 300 CcQ ; Jean-Maurice Brisson et André Morel, « Droit fédéral et droit civil : complémentarité, dissociation » dans *L'harmonisation de la législation fédérale avec le droit civil québécois et le bijuridisme canadien. Recueil d'études*, Ottawa, Ministère de la justice du Canada, 1997, 213 ; Jean-Maurice Brisson, « L'impact du Code civil du Québec sur le droit fédéral, une problématique » (1992) 52 *Revue du Barreau* 345.

[622] Caroline Pratte, « Essai sur le rapport entre la société par actions et ses dirigeants dans le cadre du Code civil du Québec » (1994) 39 *McGill Law Journal* 1 aux pp 20–22 ; Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 à la p 391.

[623] Notons que l'article 119 LSA renvoie également aux arts 321, 323, 324, 2140, 2141, 2142, 2184 CcQ ; Paul Martel, *La société par actions au Québec. Les aspects juridiques*, vol 1, Montréal, Wilson & Lafleur, 2018 au para 23–5.

322. L'administrateur doit agir avec prudence et diligence.

Il doit aussi agir avec honnêteté et loyauté dans l'intérêt de la personne morale.

2138. Le mandataire est tenu d'accomplir le mandat qu'il a accepté et il doit, dans l'exécution de son mandat, agir avec prudence et diligence.

Il doit également agir avec honnêteté et loyauté dans le meilleur intérêt du mandant et éviter de se placer dans une situation de conflit entre son intérêt personnel et celui de son mandant.

Ces deux dispositions sont la codification des devoirs fiduciaires du droit anglais[624]. La spécificité du rapport juridique qui les unit à la société, et dans une certaine mesure aux actionnaires, les rapproche des rapports institués au sein de la fiducie[625].

Historiquement, deux jalons ont marqué l'élaboration législative d'un standard de prudence et de diligence en droit des sociétés au Canada. Le premier jalon date de 1971 lorsque le *Rapport Dickerson*[626] a proposé un renforcement des devoirs à la charge des administrateurs et des dirigeants, notamment au travers d'une norme de prudence et de diligence rehaussée[627]. Le rapport a insisté sur l'importance de renforcer le standard de conduite pour que tout membre de la direction fasse « preuve du degré de soin, de diligence et d'habileté [que l'on] pourrait raisonnablement attendre de lui, eu égard à sa connaissance et à son expérience [tout en se comportant] en homme raisonnablement prudent »[628]. Le second jalon trouve sa source dans le droit civil. Sous l'empire du *Code civil du Bas-Canada*, en l'absence de règles spécifiques sur la nature juridique des dirigeants et administrateurs en droit des sociétés, on recourait aux articles relatifs au mandat. Ainsi, l'article 1710 du *Code civil du Bas-Canada* disposait qu'il

---

[624] Paul Martel, « Les devoirs de loyauté des administrateurs de sociétés par actions fédérales — impact du Code civil du Québec » (2001) 61 *Revue du Barreau* 323 à la p 344.

[625] William E. Knepper, *Liability of Corporate Officiers and Directors*, 3e éd, Indianapolis, Allen Smith, 1978 à la p 12.

[626] Robert W. V. Dickerson, John L. Howard et Leon Getz, *Propositions pour un nouveau droit des corporations commerciales canadiennes (« Rapport Dickerson »)*, 2 vol, Ottawa, Information Canada, 1971.

[627] Soulignons que dès 1967 le *Rapport Lawrence* avait envisagé d'introduire un élément d'objectivité dans la norme de prudence, de diligence et de compétence des administrateurs : Allan F. Lawrence, *Interim Report of the Select Committee on Company Law*, Toronto, Queen's Printer, 1967 à la p 53 para 7.2.3.

[628] Robert W. V. Dickerson, John L. Howard et Leon Getz, *Propositions pour un nouveau droit des corporations commerciales canadiennes (« Rapport Dickerson »)*, vol 1, Ottawa, Information Canada, 1971 à la p 92, au para 242.

appartenait aux mandataires d'« agir avec habilité convenable et tous les soins d'un bon père de famille ». Au Québec, depuis l'entrée en vigueur du *Code civil du Québec* en 1994, « l'administrateur doit agir avec prudence et diligence »[629].

Traditionnellement, en common law, le devoir de prudence et de diligence a été interprété de manière à être peu contraignant pour le dirigeant[635]. En effet, d'une part, s'il exerçait ses prérogatives avec une prudence et une diligence raisonnable au regard de ces connaissances et expériences et, d'autre part, qu'il agissait honnêtement dans l'intérêt de la société, il était déchargé de son obligation fiduciaire[636]. La décision anglaise *Re City Equitable Fire Insurance Co* qui fait autorité a précisé la portée du devoir de prudence et de diligence. D'une part, il n'était pas attendu de l'administrateur une plus grande aptitude que celle d'une personne placée dans une situation équivalente et, d'autre part, il n'était pas obligé de porter une attention permanente à la conduite des affaires de la société[637]. Par ailleurs, en Ontario, le *Rapport Lawrence*[638] de 1967 recommandait un standard de prudence et diligence plus rigoureux, en tout cas telle semblait être son ambition, mais la formulation ne fut pas reprise par la législation fédérale. Le comité avait formalisé l'obligation de prudence, de soin et de diligence de la manière suivante :

> Every director of a company shall exercise the powers and discharge the duties of his office honestly, in good faith and in the best interests of the company, and in connection therewith shall exercise that degree of care, diligence and skill which <u>a reasonably prudent director would exercise in comparable circumstances</u> [soulignement ajouté][639].

En fin de compte, cette proposition ne fut pas reprise puisque la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* a préféré au standard de l'administrateur raisonnable celui de la personne prudente en pareilles circonstances.

---

[629] Art 322 CcQ.

[635] Nicholas Bourne, « Directors—Duty of Care and Skill » (2004) 25 *Business Law Review* 218 à la p 218.

[636] *City Equitable Fire Insurance Co, In Re,* [1925] Ch 407 à la p 428 (ce dernier élément renvoie plus spécifiquement à l'obligation de loyauté).

[637] *City Equitable Fire Insurance Co, In Re,* [1925] Ch 407 à la p 428.

[638] Allan F. Lawrence, *Interim Report of the Select Committee on Company Law*, Toronto, Queen's Printer, 1967.

[639] Allan F. Lawrence, *Interim Report of the Select Committee on Company Law*, Toronto, Queen's Printer, 1967 à la p 53, au para 7.2.3.

L'interprétation de la norme édictée par l'article 122(1)b) LCSA a donné lieu à une confusion, entretenue en doctrine et en jurisprudence, puisqu'à l'élément objectif « une personne prudente » est associé l'expression « en pareilles circonstances », qui pouvait sembler à première vue subjective[640]. D'une part, en doctrine, certains considéraient que le devoir de prudence et diligence ne référait qu'à un standard subjectif[641] alors que pour d'autres il ne référait qu'à un élément objectif[642]. D'autre part, en jurisprudence, cette confusion autour du caractère de la norme qui était édictée par la législation fédérale a été amplifiée avec la décision *Soper v Canada*[643], où la Cour d'appel fédérale avait adopté une position intermédiaire. En effet, le juge Robertson avait décrit la norme de référence comme étant à la fois objective et subjective : « la norme de prudence est partiellement objective (la norme de la personne raisonnable) et partiellement subjective étant donné que la personne raisonnable est définie en fonction des connaissances et de l'expérience de l'intéressé »[645].

Par la suite, dans la décision *Magasins à rayons Peoples Inc (Syndic de) c Wise*[648], la Cour suprême du Canada a mis fin à cette confusion en statuant que l'obligation de diligence établissait un standard objectif pour la conduite des administrateurs et des dirigeants[649] :

> Le texte de l'al. 122(1) b) de la LCSA qui énonce l'obligation de diligence reprend presque mot à mot celui que propose le Rapport Dickerson. La principale différence réside dans le fait que la version qui a été adoptée comprend les mots « en pareilles circonstances », ce qui modifie la norme légale en exigeant qu'il soit tenu compte du contexte dans lequel une décision donnée a été prise. Le législateur n'a pas introduit un élément subjectif relatif à la compétence de l'administrateur, mais plutôt un élément contextuel dans la norme de diligence prévue par la loi. Il est clair que l'al. 122(1) b) est plus exigeant à l'égard des administrateurs et des dirigeants que la norme traditionnelle de diligence prévue par la common law et expliquée, par exemple, dans la décision *Re*

---

[640] Paul Martel, *La société par actions au Québec. Les aspects juridiques*, vol 1, Montréal, Wilson & Lafleur, 2018 au para 23–27.

[641] Frank Iacobucci, Marilyn L. Pilkington et J. Robert S. Prichard, *Canadian Business Corporations : An Analysis of Recent Legislative Developments*, Agrincourt, Canada, Law Book, 1977 aux pp 291–293.

[642] Bruce Welling, *Corporate Law in Canada. The Governing Principles*, 3e éd, London, Scribblers Publishing, 2006.

[643] *Soper v Canada,* [1998] 1 CF 124.

[645] *Soper v Canada,* [1998] 1 CF 124.

[648] *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461.

[649] Le risque de confusion qui ressort de la décision *Soper v Canada* a d'ailleurs été souligné par la Cour suprême : *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 aux pp 490, 491, au para 63.

City Equitable Fire Insurance, précitée [soulignement ajouté][650].

Dans cette affaire, Wise Stores Inc. avait acquis de Mark and Spencer Canada Inc. les Magasins à rayons Peoples Inc. L'exploitation commune des deux entreprises ayant connu des difficultés, notamment en matière de comptabilité et d'entreposage des marchandises, les dirigeants, les frères Wise, avaient mis en place une politique d'approvisionnement commun, laquelle a ultimement mené à la faillite de la société. Le syndic de Peoples soutenait que la mise en place de cette politique par les frères Wise illustrait la violation de leurs obligations fiduciaires de prudence et de diligence, d'une part, à l'égard de la société et, d'autre part, à l'égard de ses créanciers. Cette décision a posé une norme de diligence et de prudence objective puisque les dirigeants devaient agir « avec prudence et en s'appuyant sur les renseignements dont ils disposaient »[651].

La *Loi canadienne sur les sociétés par actions* est claire, les administrateurs et dirigeants doivent agir comme le ferait une personne prudente « en pareilles circonstances ». Comme le confirme la décision *Wise*, l'article 122(1)b) LCSA en employant l'expression « en pareilles circonstances » n'introduit pas un élément subjectif, mais réfère au contexte et aux faits qui entourent la prise de décision en cause puisqu'il s'agit de prendre en considération « les faits primaires […] et les conditions socio-économiques existantes »[652]. De plus, comme le rappelle la Cour, il s'agit de prendre en compte les informations disponibles au moment de la prise de décision. On ne pourrait revendiquer un manquement à cette obligation au regard d'informations dont on sait qu'elles ont été disponibles après les agissements ou la prise de décision de l'administrateur. Par ailleurs, la considération des conditions socio-économiques opère un durcissement de cette obligation, mais permet également un desserrement de la possible mise en cause de la responsabilité des dirigeants puisque de telles circonstances pourraient justifier une prise de décision qui, en conditions économiques « normales », aurait engagé leur responsabilité[654].

---

[650] *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 aux pp 490, 491, au para 62.
[651] *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 aux pp 463, 491, au para 63.
[652] *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 à la p 491, au para 64.
[654] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 au

Au Québec, les tribunaux ont suivi une interprétation du devoir de prudence et diligence conforme à la décision *Wise*[655]. Toutefois, force est de constater que certaines décisions québécoises intervenues après la décision de la Cour suprême ont fait preuve d'inconstance quant à la signification de la norme objective de prudence et diligence. Tout particulièrement, dans une décision de 2013, la Cour d'appel du Québec a considéré que la norme objective n'excluait pas de tenir compte de la « personnalité de l'administrateur » et que le comportement des administrateurs en l'espèce devait être rapproché à celui d'« un administrateur raisonnable »[656]. Dans une autre décision, la Cour d'appel du Québec, tout en rappelant que le standard était celui de la personne raisonnable, a précisé que le degré d'exigence de la norme variait selon qu'il s'agissait d'un administrateur interne ou d'un administrateur externe[657]. Dès lors, s'il n'y a pas de doute sur le caractère objectif de la norme de conduite, sa mise en œuvre peut s'avérer parfois délicate. En tout état de cause, il convient de retenir que la norme objective de prudence et diligence, d'une part, n'enjoint pas les tribunaux de faire fi des caractéristiques personnelles de l'administrateur pour apprécier sa conduite et, d'autre part, que la prise en compte des ces caractéristiques ne devrait pas consacrer la référence au standard de l'administrateur raisonnable[658].

La législation fédérale sur les sociétés par actions implique donc que les dirigeants prennent des décisions et établissent une stratégie dont les risques qui en résultent seraient ceux qu'une personne exerçant dans ce milieu serait prête à assumer. Cependant, cette obligation n'implique pas pour autant de la part des administrateurs qu'ils assistent à l'ensemble des réunions du conseil d'administration. Autrement dit, leur obligation est modulée en fonction de

---

para 875.

[655] *Méthot c Banque fédérale de développement du Canada*, 2006 QQCA 648 (CanLII) aux para 70–72 ; *Lefebvre Frères ltée c Giraldeau*, 2009 QCCS 404 (CanLII) au para 91 ; *Société d'habitation des Vieilles Forges inc c Béliveau*, 2006 QCCS 3742 (CanLII) aux para 42–43.

[656] *Pincourt (Ville de) c Construction Cogerex ltée*, 2013 QCCA 1773 (CanLII) aux para 168, 177 ; voir aussi *Construction Cogerex ltée c Paquette*, 2009 QCCS 5449 (CanLII) aux para 203, 206, 207.

[657] *Wightman c Widdrington (Succession de)*, 2013 QCCA 1187 (CanLII) aux para 399–400 (ainsi la norme oscille entre l'administrateur interne raisonnablement prudent et l'administrateur externe raisonnablement prudent).

[658] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 4e éd, Montréal, Thémis, 2018 [à paraître] aux pp 57–58 ; Jean-Louis Baudouin, Patrice Deslauriers et Benoît Moore, *La responsabilité civile*, 8e éd, vol 1, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2014, no 1–196.

ce qu'ils peuvent raisonnablement être capables de faire[659]. Cette position est ainsi conforme à la décision anglaise *Re City Equitable Fire Insurance Co* laquelle précisait déjà qu'un dirigeant n'avait pas pour obligation, au sens fiduciaire, de porter une attention continue aux affaires de l'entreprise.

Pour satisfaire à leur devoir de prudence et de diligence, les administrateurs doivent impérativement agir de manière informée. Naturellement, ils doivent prendre les renseignements et les informations nécessaires à la prise de décision. Par exemple, cette exigence est satisfaite lorsqu'ils ont pris l'information raisonnablement disponible au moment de leur prise de décision[660]. Autrement dit, les administrateurs doivent avoir pris connaissance des informations relatives à la conduite des affaires de la société et de son environnement, notamment économique[661]. Ce n'est qu'à cette condition que l'administrateur sera réputé avoir exercé sa prérogative décisionnelle de manière informée et rationnelle, c'est-à-dire après une analyse raisonnable de la situation[662]. En revanche, un dirigeant qui poursuit une opportunité qui est en conflit avec les affaires de la société verra sa responsabilité engagée s'il n'a pas dûment informé les actionnaires de la société et obtenu leur consentement[663]. En définitive, la prise de décision informée joue un rôle crucial dans la gestion des sociétés par actions et notamment en matière d'obligation de prudence et de diligence.

La prudence et la diligence dont doivent faire preuve les dirigeants impliquent qu'ils se renseignent avant toute prise de décision. Les renseignements pris peuvent émaner de divers rapports écrits, financiers ou de la prise de conseil auprès de personne dont l'expertise permet une prise de décision éclairée, tels les avocats ou les comptables[664]. Cependant, le fait de recourir

---

[659] Kevin P. McGuinness, *Canadian Business Corporations Law*, 2e éd, Toronto, LexisNexis, 2007 aux pp 943–944.

[660] Kevin P. McGuinness, *Canadian Business Corporations Law*, 2e éd, Toronto, LexisNexis, 2007 aux pp 942–943.

[661] Kevin P. McGuinness, *Canadian Business Corporations Law*, 2e éd, Toronto, LexisNexis, 2007 à la p 947.

[662] *CW Shareholdings Inc v WIC Western International Communications Ltd*, [1998] 160 DLR (4e) 131 (« They must make a decision and exercise their judgment in a informed and independent fashion, after a reasonable analysis of the situation and acting on a rational basis with reasonable grounds for believing that their actions will promote and maximize shareholder value »).

[663] *Waxman v Waxman*, [2004] 44 BLR (3e) 165.

[664] Edmund M. A. Kwaw, *The Law of Corporate Finance in Canada*, Markham, Butterworths, 1997 à la p 17.

à des conseillers ou experts ne saurait exonérer le dirigeant de sa responsabilité. En effet, la jurisprudence de la Cour canadienne de l'impôt a été amenée à préciser cette exigence[665]. Lors de la prise de décision, le fait pour le dirigeant de recourir aux conseils d'un dirigeant ou administrateur inexpérimenté[666] ou d'accorder une confiance aveugle à un codirecteur ne saurait suffire à satisfaire l'exigence d'une prise de décision informée[667]. Par contre, au sens de l'article 123(4) LCSA, le dirigeant satisfait à son obligation de prudence et de diligence dès lors qu'il s'appuie de bonne foi sur :

> a) les états financiers de la société qui, d'après l'un de ses dirigeants ou d'après le rapport écrit du vérificateur, reflètent équitablement sa situation ;
>
> b) les rapports des personnes dont la profession permet d'accorder foi à leurs déclarations.

De la même manière, en vertu de l'article 121 LSA, sera présumé avoir agi avec prudence et diligence l'administrateur qui s'appuie sur le rapport, l'information ou l'opinion fournis :

> 1° un dirigeant de la société que l'administrateur croit fiable et compétent dans l'exercice de ses fonctions ;
>
> 2° un conseiller juridique, un expert comptable ou une autre personne engagée à titre d'expert par la société pour traiter de questions que l'administrateur croit faire partie du champ de compétence professionnelle de cette personne ou de son domaine d'expertise et à l'égard desquelles il croit cette personne digne de confiance ;
>
> 3° un comité du conseil d'administration dont l'administrateur n'est pas membre et qu'il croit digne de confiance.

Puisque l'appréciation de la prudence et de la diligence est fonction de l'expérience et

---

[665] Stéphane Rousseau, Gabriel Faure et Nadia Smaïli, « La responsabilité civile des administrateurs pour les retenues à la source : Une étude de la défense de diligence raisonnable en matière fiscale » (2015) 45 *Revue de droit d'Ottawa* 441 aux pp 471–474.

[666] *Wallace v Canada*, [2000] TCJ No 669 (« He never enquired about possible systems or even if the deductions were being paid, his only interest was sales. He left the running of Sarnia up to an <u>inexperienced managing director</u>, who was also basically only interested in sales » [soulignement ajouté]).

[667] *Leblanc v Canada*, [1999] FCJ No 1091 (« This almost blind trust by a seasoned businessman in co-directors who were practically unknown and inexperienced essentially prevents the Court from concluding that the plaintiff exercised the degree of care, diligence and skill that a reasonably prudent person would have exercised in comparable circumstances »).

des connaissances du dirigeant, il ne saurait être attendu plus de lui. Toutefois, le dirigeant qui ne saurait faire preuve de son meilleur jugement au regard de son expérience et de son expertise doit solliciter des conseils, soit à l'interne ou à l'externe de la société, et ce sans pour autant avoir l'obligation de déterminer si la personne choisie est compétente[668].

Afin de déterminer si le dirigeant agit dans le meilleur intérêt de la société qu'il dirige, la jurisprudence considère qu'il lui appartient de faire preuve de son meilleur jugement. Ce meilleur jugement implique du dirigeant qu'il l'émette de manière raisonnable et informée[669]. C'est dire également que le dirigeant dispose lors de l'exercice de sa prérogative décisionnelle d'une liberté lui autorisant le choix de prendre les mesures qu'il juge être conforme aux intérêts que la loi lui impose de respecter[670]. La responsabilité des dirigeants ne saurait être engagée à la suite d'une mauvaise évaluation des conséquences de la décision prise. Cette réticence à engager la responsabilité pour des décisions qui n'ont pas réussi à atteindre l'objectif fixé est mise en œuvre au travers de la règle du jugement d'affaires[671].

Sous-section 3. — La règle de l'appréciation commerciale

La règle de l'appréciation commerciale fournit aux dirigeants et aux administrateurs la liberté et la discrétion nécessaires à leur prise de décision tout en limitant le risque de contestation ultérieure de leur jugement[672]. La règle permet de réaliser un arbitrage entre, d'une part, la discrétion des dirigeants et des administrateurs dans la prise de décision et, d'autre part, leur responsabilité individuelle et collective[673].

Dans les situations impliquant le devoir de prudence et de diligence, la règle de

---

[668] Bruce Welling, *Corporate Law in Canada. The Governing Principles*, 3e éd, London, Scribblers Publishing, 2006 à la p 329 ; *Soper v Canada*, [1998] 1 CF 124 au para 24.

[669] *Maple Leaf Foods Inc v Schneider Corp*, (1998) 42 OR (3e) 177 (« The mandate of the directors is to manage the company according to their best judgment; that judgment must be an informed judgment; it must have a reasonable basis »).

[670] *820099 Ontario Inc v Harold E. Ballard Ltd*, [1991] 3 BLR (2e) 113 à la p 123.

[671] Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, New York, Foundation Press, 2002 aux pp 242–243, au para 6.2.

[672] Daniele Marchesani, « A New Approach to Fiduciary Duties and Employees: Wrongful Discharge in Violation of Public Policy » (2007) 75 *University of Cincinnati Law Review* 1453 à la p 1473.

[673] Stephen M. Bainbridge, « The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine » (2004) 57 *Vanderbilt Law*

l'appréciation commerciale rend quasi impossible la mise en œuvre du respect de la norme de la primauté actionnariale et la mise en cause, sur ce fondement, de la responsabilité des dirigeants et des administrateurs[674]. En effet, cette règle met l'accent sur le rôle joué par l'information lors d'une prise de décision. Par principe, les tribunaux présument que la conduite du dirigeant est guidée par une décision suffisamment informée[675]. L'objectif de la règle est ainsi de préserver la liberté des membres de la direction afin qu'ils puissent œuvrer dans la conduite des affaires de leur société sans craindre que leurs décisions soient remises en cause et engagent leur responsabilité. Dans ce contexte, la révision judiciaire des décisions d'affaires est menée avec une grande précaution par les tribunaux. En effet, elle ne doit donc intervenir que dans les cas où le manque de prudence et de diligence est manifeste au risque sinon de nuire à l'efficacité de la forme sociétaire. Alors que la conduite des affaires nécessite parfois une prise de décision rapide et risquée, la crainte d'un engagement de responsabilité a posteriori nuirait au bon déroulement des affaires en incitant la prise de décisions conservatrices[676]. Par conséquent, il convient de pouvoir juger certaines décisions, qui feraient état d'un manque flagrant de prudence constitutif d'une faute, tout en empêchant une remise en cause judiciaire systématique[677].

Cette déférence judiciaire à l'égard des décisions d'affaires est justifiée dans la littérature par le constat que les juges ne disposent pas de l'expertise nécessaire pour porter un jugement éclairé sur ces décisions[678]. Toutefois, cet argument manque de poids. En effet, les décisions protégées sont prises par des dirigeants qui ne disposent pas d'expertise particulière, mais plutôt de qualité d'ordre plus général[679]. Par ailleurs, toute appréciation a posteriori de la décision est

---

Review 83 à la p 84.

[674] D. Gordon Smith, « The Shareholder Primacy Norm » (1998) 23 *Journal of Corporation Law* 277 à la p 286.

[675] Edmund M. A. Kwaw, *The Law of Corporate Finance in Canada*, Markham, Butterworths, 1997 aux pp 18–19.

[676] Stephen M. Bainbridge, « The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine » (2004) 57 *Vanderbilt Law Review* 83 à la p 110.

[677] Daniele Marchesani, « A New Approach to Fiduciary Duties and Employees: Wrongful Discharge in Violation of Public Policy » (2007) 75 *University of Cincinnati Law Review* 1453 à la p 1473 ; Stephen M. Bainbridge, « The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine » (2004) 57 *Vanderbilt Law Review* 83 aux pp 110–111.

[678] Stephen M. Bainbridge, « The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine » (2004) 57 *Vanderbilt Law Review* 83 à la p 117.

[679] Kenneth B. Davis, « Once More, The Business Judgment Rule » (2000) *Wisconsin Law Review* 573 à la p 581.

difficile. Cette tâche est complexe puisqu'il faut, d'une part, distinguer si le manque de prudence ou le mauvais jugement est à l'origine de la décision et, d'autre part, séparer les informations qui ont été depuis rendues disponibles, mais qui ne l'étaient pas au moment de la décision[680]. La règle de l'appréciation commerciale et la révision judiciaire des décisions visent à maintenir l'efficacité décisionnelle du conseil d'administration et de ses membres en leur permettant d'agir sans risque à condition qu'ils aient agi conformément à leur pouvoir, en toute diligence, de manière loyale et désintéressée[681]. Autrement dit, la règle permet d'écarter le risque qu'une décision dommageable engage systématiquement la responsabilité du décideur qui ne pouvait, au regard des informations initialement disponibles, en prédire le cours.

Au Canada, la déférence judiciaire en matière de décisions d'affaires protège le pouvoir de gestion et de surveillance du conseil d'administration sur les affaires internes qui lui est conféré par la LCSA. Effectivement, cette déférence substantielle des tribunaux permet de préserver la liberté d'action et la discrétion nécessaires aux dirigeants pour qu'ils puissent prendre des décisions dont le degré de risque et d'incertitude serait plus élevé s'ils n'en bénéficiaient pas[682]. En 1991, la Cour d'appel de l'Ontario a formulé clairement, dans le cadre d'un recours pour oppression, la règle du jugement d'affaires :

> There can be no doubt that on an application under s. 234 [(désormais l'article 248 OBCA)], the trial Judge is required to consider the nature of the impugned acts and the method in which they were carried out. <u>That does not mean that the trial Judge should substitute his own business judgment for that of managers, directors, or a committee such as the one involved in assessing this transaction</u>. Indeed, it would generally be impossible for him to do so, regardless of the amount of evidence before him. He is dealing with the matter at a different time and place; it is unlikely that he will have the background knowledge and expertise of the individuals involved; he could have little or no knowledge of the background and skills of the persons who would be carrying out any proposed plan; and it is unlikely that he would have any knowledge of the specialized market in which the corporation operated. In short, he does not know enough to make the business decision required. <u>That does not mean that he is not well equipped to make</u>

---

[680] Stephen M. Bainbridge, « The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine » (2004) 57 *Vanderbilt Law Review* 83 à la p 114.

[681] Franklin A. Gevurtz, « The Business Judgment Rule: Meaningless Verbiage or Misguided Notion? » (1994) 67 *Southern California Law Review* 287 à la p 291.

[682] Hal R. Arkes et Cindy A. Schipani, « Medical Malpractice v. the Business Judgment Rule: Differences in Hindsight Bias » (1994) 73 *Oregon Law Review* 587 à la p 624.

> an objective assessment of the very factors which s. 234 requires him to assess [soulignement ajouté][683].

Par la suite dans l'affaire *Magasins à rayons Peoples*, la Cour suprême du Canada a estimé que :

> On ne considérera pas que les administrateurs et les dirigeants ont manqué à l'obligation de diligence énoncée à l'al. 122(1) b) de la LCSA s'ils ont agi avec prudence et en s'appuyant sur les renseignements dont ils disposaient. Les décisions prises doivent constituer des décisions d'affaires raisonnables compte tenu de ce qu'ils savaient ou auraient dû savoir. Lorsqu'il s'agit de déterminer si les administrateurs ont manqué à leur obligation de diligence, il convient de répéter que l'on n'exige pas d'eux la perfection. Les tribunaux ne doivent pas substituer leur opinion à celle des administrateurs qui ont utilisé leur expertise commerciale pour évaluer les considérations qui entrent dans la prise de décisions des sociétés. Toutefois, ils sont en mesure d'établir, à partir des faits de chaque cas, si l'on a exercé le degré de prudence et de diligence nécessaire pour en arriver à ce qu'on prétend être une décision d'affaires raisonnable au moment où elle a été prise [soulignement ajouté][684].

Dans la mise en œuvre de cette règle, les tribunaux portent leur appréciation sur le volet processuel et le volet matériel de la prise de décision d'affaires[685]. Sous l'angle processuel, le tribunal va chercher à déterminer si le processus décisionnel a été raisonnablement prudent et diligent. Au titre des éléments pertinents qui guident l'appréciation du tribunal figurent le temps dévolu aux délibérations, l'obtention des renseignements jugés adéquats et le recours à un consultant[686]. Par ailleurs, en vertu des articles 123(5) LCSA et 121 LSA, les administrateurs sont présumés avoir agi avec prudence et diligence dès lors qu'ils ont pris les renseignements nécessaires et ont pris leur décision sur la base de rapports établis par des personnes compétentes.

Toutefois, la règle de l'appréciation commerciale ne doit pas être interprétée comme un blanc-seing accordé aux administrateurs et aux dirigeants de la société. En effet, la règle est

---

[683] *Brant Investments Ltd v KeepRite Inc*, (1987) 37 BLR 65 à la p 99 (On HC), conf par (1991) 3 OR (3e) 289 à la p 320 (CA) ; Paul Martel, « Les devoirs de prudence, de diligence et de compétence des administrateurs de sociétés par actions fédérales – impact du Code civil du Québec » (2008) 42 *Revue juridique Thémis* 235 à la p 247.

[684] *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 à la p 493.

[685] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 à la p 415.

[686] *UPM-Kymmene Corporation v UPM-Kymmene Miramichi Inc*, (2002) 214 DLR (4e) 496 (On SC), conf par (2004) 42 BLR (3e) 34 (On CA).

écartée lorsque les administrateurs ont pris des décisions imprudentes. Par exemple, dans la décision *Ford Motors Co of Canada v Ontario Municipal Employees Retirement Board*, la Cour d'appel de l'Ontario a refusé la déférence judiciaire à l'égard d'une décision, car ses répercussions n'avaient pas été analysées et suffisamment discutées[687]. Dans une récente décision de la Cour supérieure de Justice de l'Ontario, bien que la règle du jugement d'affaires ne permette pas au juge de substituer son jugement à celui des administrateurs, cela ne signifie pas pour autant que « all corporate decisions are untouchable »[688]. En ce sens :

> It must be remembered that the business judgment rule <u>is really just a rebuttable presumption</u> that directors or officers act on an informed basis, in good faith, and in the interests of the corporation. Courts will defer to business decisions honestly made, but <u>they will not sit idly by when it is clear that a board is engaged in conduct that has no legitimate business purpose and that is in breach of its fiduciary duties</u> [soulignement ajouté][689].

Sous l'angle matériel, la règle impose un examen du caractère raisonnable de la décision prise par les administrateurs de la société. Comme nous l'avons rappelé précédemment, il n'est pas attendu que la décision soit parfaite, mais seulement raisonnable[690]. En effet, seul importe pour le tribunal que la décision soit « raisonnable et non pas la meilleure décision [et] dès lors que la décision prise conserve un caractère raisonnable, le tribunal ne devrait pas substituer son avis à celui du conseil, même si les événements ultérieurs peuvent avoir jeté le doute sur la décision du conseil »[691]. Cette analyse matérielle de la décision permet au tribunal de s'assurer que la décision prise n'est pas contraire aux intérêts de la société et qu'elle n'est pas entachée de conflit d'intérêts. Cependant, le fait qu'un ou plusieurs administrateurs aient un intérêt personnel à la décision n'entraîne pas ipso facto l'écartement de la règle de l'appréciation commerciale[692]. Dans le cadre de son analyse, le tribunal va prêter une attention particulière aux

---

[687] *Ford Motor Company of Canada Ltd v Ontario Municipal Employees Retirement Board*, 2006 CanLII 15 aux para 55–59 (On CA).

[688] *969625 Ontario Ltd v Goldstone Resources Inc*, 2017 ONSC 879 (CanLII) au para 139 (par le juge A. Duncan Grace).

[689] *Unique Broadband Systems, Inc (Re)*, 2014 ONCA 538 (CanLII) au para 72 (par le juge C.W. Hourigan J.A.).

[690] *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 à la p 493.

[691] *Maple Leaf Foods Inc v Schneider Corp*, (1998) 42 OR (3e) 177 (CA), citée dans *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 au para 65.

[692] *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 à la p 479, au para 39.

dispositifs que la société a mis en place pour la gestion des conflits, tels que la mise en place de comités spéciaux ou le recours à des conseillers indépendants[693].

Ultimement, la législation sur les sociétés par actions vise à maintenir un équilibre entre les normes de conduite des administrateurs et la protection des décisions d'affaires[694]. À ce propos, une partie de la doctrine avait considéré lors de la dernière réforme du droit des sociétés de procéder à une codification de cette règle jurisprudentielle afin d'en faciliter l'application et son fonctionnement[695].

CONCLUSION

Le principe fiduciaire et ses développements jurisprudentiels ont permis d'encadrer les conduites des dirigeants et des administrateurs de sociétés par actions. Les différentes exigences relatives à la loyauté, à la diligence et à la prudence ne protègent pas seulement l'intérêt social contre des revendications intéressées et partisanes, mais encadrent également l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire et unilatéral.

La reconnaissance du statut de créanciers résiduels des actionnaires légitime l'attribution exclusive et rivale des devoirs fiduciaires qui pèsent sur les membres de la direction de la société. Le droit des sociétés garantit ainsi l'intégrité du principe fiduciaire et son potentiel régulateur. De la sorte, la prérogative managériale est minimalement aménagée, d'une part, par l'imputabilité des dirigeants à l'égard des actionnaires et, d'autre part, par la prévisibilité de la contestation judiciaire des décisions prises. En d'autres termes, la loyauté de l'agent à l'égard du principal s'évalue selon la contribution de sa discrétion managériale au processus de création de valeur pour la société.

Les tribunaux veillent par ailleurs à maintenir l'équilibre entre la rigueur et la flexibilité que commande le principe fiduciaire dans le contexte économique. Cet exercice judiciaire est particulièrement saillant lorsque l'on aborde la règle de l'appréciation commerciale. Si la

---

[693] *Pente Investment Management Ltd v Schneider Corp*, 1998 CarswellOnt 4035 au para 37 (WL Can).

[694] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Réforme de la Loi sur les compagnies* (18 avril 2008), en ligne : Ministère des finances du Québec <www.finances.gouv.qc.ca/documents/Autres/fr/AUTFR_LCQ-24-ULaval.pdf> à la p 12.

[695] Stéphane Rousseau, « Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes : réflexions sur la règle du jugement d'affaires » (2004) 45 *Les cahiers de droit* 469 à la p 535 et s.

déférence judiciaire semble donner, à tort, un blanc-seing à la direction de la société, elle ne doit pas occulter le réel enjeu du principe fiduciaire en droit des sociétés par actions : celui d'établir, comme nous le verrons dans le prochain chapitre, un dialogue normatif entre les contraintes légales et extra-légales qui pèsent sur les dirigeants.

CHAPITRE 3. — L'ÉTHIQUE DE LA COOPÉRATION

INTRODUCTION

Une réflexion relative à la place de l'éthique dans le contexte économique et dans le milieu des affaires implique un découpage de la démarche d'analyse. La discipline économique elle-même distingue selon son niveau d'analyse : macro, méso et micro. Elle se préoccupe également des objectifs sociaux et des valeurs éthiques sous-jacentes, notamment des valeurs éthiques individuelles[696]. Par ailleurs, le développement de l'économie expérimentale a contribué à reconnaître le caractère déterminant de certaines valeurs pour l'interaction stratégique entre agents économiques, parmi lesquelles l'altruisme, l'équité ou la réciprocité[697].

Dans le cadre de notre problématique sur la rémunération des dirigeants de sociétés par actions, il importe de calquer notre démarche éthique selon un même découpage. Dans sa dimension abstraite, ou macro, l'éthique traite de concepts fondamentaux, de présupposés épistémologiques et métaphysiques. Au niveau mésoéthique, sont envisagées les théories de l'agir moral, telles que l'éthique conséquentialiste, l'éthique déontologique et l'éthique de la vertu. Si la première évalue les actions au regard de leurs conséquences, la seconde ne s'intéresse qu'aux motivations à l'agir alors que la dernière insiste sur les dispositions du caractère moral du sujet. À ce niveau de réflexion, on parle communément d'éthique normative ou substantielle. Et enfin au niveau micro, l'éthique est appliquée et contextualisée afin de proposer des solutions concrètes à des situations où toute réflexion philosophique sur une conception du bien, de la justice ou en d'autres termes moraux n'est pas susceptible d'aider ou d'améliorer l'agir et la prise de décision[698].

Le fonctionnement efficient de l'économie, tout comme celui du milieu des affaires, repose sur un ensemble de normes, de règles et de valeurs. Sans ce cadre normatif, les interactions économiques peuvent générer des externalités négatives qui peuvent amoindrir à la

---

[696] Marc Fleurbaey, « Ethics and Economics » dans Steven N. Durlauf et Lawrence E. Blume, dir, *The New Palgrave Dictionary of Economics*, vol 3, 2e éd, Londres, Palgrave Macmillan, 2008, 37 à la p 37.

[697] Philipp Schreck, « Experimental Economics and Normative Business Ethics » (2016) 12 *University of St. Thomas Law Journal* 360.

[698] Monique Canto-Sperber et Ruwen Ogien, *Philosophie morale*, 4e éd, Que sais-je, Paris, Vrin, 2017 à la p 26.

fois le bien-être économique individuel et collectif. L'éthique appliquée accompagne donc l'action et l'agir économique. Le champ de cette éthique est large puisqu'il englobe à la fois les règles du fonctionnement du marché ainsi que les normes propres aux individus dans le contexte corporatif et commercial. En ce sens, l'éthique et l'économie se rejoignent puisqu'elles ont pour communes préoccupations l'action et la prise de décision par les agents économiques. Notre démarche éthique opère comme une synthèse entre la recherche de l'excellence dans l'agir et la réalisation du bien-être collectif dans le fonctionnement de la société par actions. Or, la formalisation que nous en proposons dépasse les postulats classiques de l'orthodoxie économique sur la rationalité des agents économiques ou la conception restreinte de la maximisation de la valeur. Par conséquent, elle est vouée à s'accorder avec l'impératif de maximisation de la valeur et la recherche du profit.

Les travaux et les recherches menées dans le champ de l'éthique appliquée aux affaires tendent à analyser les opérations réalisées sur le marché et celles qui sont intégrées au sein de la société de la même manière. Toutefois, il existe une distinction fondamentale entre ces deux types d'opérations[699]. Sous l'angle de l'économie des coûts de transaction, les « market transactions » impliquent le marché et l'action d'acheter et de vendre alors que les « administered transactions » sont régies par les règles de la société[700]. Du point de vue de l'éthique, les premières sont animées par une logique concurrentielle alors que les secondes sont motivées par une logique de coopération.

Il importe donc d'envisager l'éthique des affaires comme une éthique qui distingue selon le type d'opération concerné et le contexte où elles prennent forme[701]. Autrement dit, à une éthique des affaires adversative s'oppose une éthique des affaires non adversative. L'analyse dans le présent chapitre s'inscrit dans le cadre de cette dernière où l'objectif est de protéger la

---

[699] Joseph Heath, « An Adversarial Ethic for Business: Or When Sun-Tzu Met the Stakeholder » (2007) 72 *Journal of Business Ethics* 359 aux pp 359–360.

[700] Alan Shipman, *The Market Revolution and Its Limits: A Price for Everything*, London, Routledge, 1999 à la p 267 ; Oliver E. Williamson, *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrusts Implications. A Study in the Economics of Internal Organization*, New York, Free Press, 1975.

[701] Arthur Isak Applbaum, *Ethics for Adversaries*, Princetown, Princeton University Press, 1999 ; Joseph Heath, « An Adversarial Ethic for Business: Or When Sun-Tzu Met the Stakeholder » (2007) *72 Journal of Business Ethics* 359 à la p 359.

coopération au sein de la relation d'agence[702]. À ce titre, les fondements normatifs d'une éthique de la coopération vont contribuer à donner corps aux normes et aux valeurs propres à la relation du dirigeant avec la société, lesquelles n'ont ni la même substance ni la même rigueur morale des règles qui s'appliquent à l'agent qui transige sur le marché[703].

Dans la société par actions, les transactions prennent la forme de relations d'agence où la coopération est une norme centrale. Dans ces conditions, il y a un argument fort en faveur de la reconnaissance de la spécificité éthique liée aux relations d'agence au sein des organisations[704]. Plus particulièrement, l'éthique appliquée accorde une attention particulière au contrat entre le dirigeant et la société. Ainsi, le développement d'une éthique de la coopération appliquée au contrat permet de dépasser les solutions traditionnelles au problème d'agence entre les dirigeants et les actionnaires. Par conséquent, dans le présent chapitre, nous argumentons pour la formulation d'une norme générale de coopération, qui consacre l'interaction entre une norme juridique et une norme sociale. Par l'association de ces deux logiques normatives, le contrat devient l'assise à une éthique propre à la relation d'agence où la norme de coopération permet de répondre à des préoccupations d'ordre éthique, incitatif et réputationnel.

SECTION 1. — L'ÉTHIQUE APPLIQUÉE

L'éthique appliquée a une double fonction instrumentale et corrective qui conditionne sa légitimité et sa pérennité comme mécanisme de gouvernance pour la conduite des agents économiques, à l'échelon individuel et organisationnel. À cette fin, elle s'adosse et accompagne l'impératif de maximisation de la valeur de la firme tout en révisant les critères classiques d'utilité personnelle et d'utilité collective des acteurs économiques.

---

[702] L'éthique non adversative privilégie la coopération lorsque les opérations dont intégrées au sein de la fime alros que l'éthique adversative privilégie la concurrence lorsque les opérations sont réalisées sur le marché.

[703] Sur les règles morales propres à des interactions stratégiques qui prennent forme sur le marché et sur l'idée qu'un plus grand nombre de comportements personnels et privés y sont autorisés, lire Arthur Isak Applbaum, *Ethics for Adversaries*, Princetown, Princeton University Press, 1999 aux pp 113 et s. ; voir également Dominic Carl Martin, *Rivalité et marchés. Une éthique adversative pour les agents économiques*, thèse de doctorat en philosophie, Université de Montréal, 2012, en ligne : Papyrus <https://papyrus.bib.umontreal.ca/xmlui/handle/1866/8712> ; pour une illustration de l'éthique adversative appliquée au trading à haute fréquence, voir : Commission de l'éthique en science et en technologie, *Les enjeux éthiques liés au trading haute fréquence* (19 octobre 2016) en ligne : <http://www.ethique.gouv.qc.ca/fr/publications/trading-haute-frequence.html>.

[704] Allen Buchanan, « Toward a Theory of the Ethics of Bureaucratic Organizations » (1996) 6 *Business Ethics Quarterly* 419.

Sous-section 1. — Une éthique fonctionnelle

La pertinence de l'éthique comme mécanisme de régulation des comportements est conditionnée par son degré d'opérationnalisation. Elle ne peut donc se limiter à des considérations génériques. À cette fin, elle est un instrument qui doit permettre de réduire les risques et les pertes liées à l'aléa moral dans la relation d'agence.

Paragraphe 1. — La fonction instrumentale

Afin d'assurer le bon déroulement de la vie des affaires, l'économie ne peut pas fonctionner sans un minimum de règles. Il convient d'ores et déjà de préciser qu'on ne saurait envisager ces règles d'une manière uniforme puisque selon le type d'opération visé, la dynamique éthique sera nécessairement différente. Ainsi, bien que les règles relatives aux interactions sur le marché et au sein d'organisations puissent répondre à une logique de maximisation, les contraintes morales qui pèsent sur chacune d'entre elles ne peuvent pas faire l'objet d'un traitement commun et similaire[705]. Effectivement, là où naissent des rapports concurrentiels, il y a nécessairement des perdants alors que les interactions basées sur la coopération et l'échange n'ont pas vocation à en produire[706]. L'éthique appliquée a donc une double dimension, adversative et non adversative, qui reflète les exigences morales attachées à des contextes et des environnements spécifiques.

L'éthique appliquée est à la fois pragmatique et positive et cette dimension est formalisée dans le courant de l'école américaine de *business ethics*. L'une des caractéristiques essentielles de cette éthique est sa visée pratique. En effet, l'éthique des affaires est une éthique appliquée de la philosophie sociale[707]. Elle vise donc une régulation concrète de l'action face aux erreurs, scandales et affaires qui nuisent à l'image et au bon fonctionnement des entreprises[708]. De la

---

[705] James M. Buchanan, « Game Theory, Mathematics and Economics » (2001) 8 *Journal of Economic Methodology* 27 à la p 28.

[706] Joseph Heath, *La société efficiente. Pourquoi fait-il si bon vivre au Canada?*, traduit par Jean Chapdelaine Gagnon, Montréal, Les Presses de l'Université de Montréal, 2002, aux pp 138–139.

[707] Carl Frederick Taeusch, « Business Ethics » (1932) 42 *International Journal of Ethics* 273 à la p 287 ; Ronald Jeurisssen, « The Social Function of Business Ethics » (2000) 10 *Business Ethics Quarterly* 821 à la p 830.

[708] Fabienne Cardot, *L'éthique d'entreprise*, Paris, Presses universitaire de France, 2006 aux pp 8–9.

sorte, elle explique « la manière dont les considérations morales sont prises en compte par les entreprises, à proposer des critères éthiques permettant d'évaluer leurs activités et à développer des approches normatives susceptibles de prescrire la manière dont elles devraient agir au sein de la société »[709]. Autrement dit, elle est un instrument complémentaire qui accompagne, de manière considérée, l'action économique, notamment en proposant des obligations spécifiques à certains agents économiques. De la sorte, elle encourage l'adoption et l'intériorisation de normes et de valeurs qui orientent les décisions des agents dans la sphère économique et commerciale. C'est là tout le potentiel normatif qu'elle revêt. Par conséquent, elle vise à appréhender les motifs de l'action des agents économiques et leurs manifestations dans la pratique réelle des affaires[710].

De manière générale, l'éthique appliquée peut viser spécifiquement le domaine de la prise de décision, certaines institutions économiques ainsi que des problématiques relatives au bien-être et à l'efficience comme paramètres privilégiés pour un objectif de maximisation de la valeur actionnariale[711]. Dans le contexte corporatif, l'éthique doit nécessairement proposer des solutions concrètes à des problématiques liées aux comportements des agents économiques. À défaut, elle perd sa raison d'être et sa dimension instrumentale pour l'amélioration de l'efficacité de l'action économique. Ainsi, cette éthique appliquée aux affaires doit se restreindre aux frontières de la firme et à ses interactions avec ses parties prenantes puisqu'elle a pour objectif de déterminer les motivations éthiques des individus à agir et de proposer, si nécessaire, des règles permettant de réorienter les comportements[712].

Les effets externes du comportement des agents économiques ont soulevé de nombreuses interrogations en économie, notamment quant aux solutions envisagées pour les résoudre. Selon Luc Weber, une externalité « désigne des bénéfices ou des coûts qui, bien qu'ils s'ajoutent aux

---

[709] Alain Anquetil, *Éthique des affaires*, Que sais-je, Paris, Vrin, 2008 à la p 1.

[710] Arthur Rich, *Éthique économique*, collection Le champ éthique, Genève, Labor et Fides, 1994 à la p 43.

[711] Alexander Rajko, *Behavioural Economics and Business Ethics: Interrelations and Applications*, New York, Routledge, 2012 à la p 13 ; Kenneth E. Boulding, « Economics as a Moral Science » (1969) 59 *American Economic Review* 1 à la p 4.

[712] Alexander Rajko, *Behavioural Economics and Business Ethics: Interrelations and Applications*, New York, Routledge, 2012 à la p 16.

bénéfices et aux coûts propres à une activité donnée, ne sont pas reflétés dans le prix sur le marché et touchent des agents économiques tiers, sans que ces derniers soient légalement tenus de payer ou en droit de recevoir un dédommagement »[713]. Si les travaux d'Alfred Marshall en 1890 sont le point d'origine du concept d'externalité[714], ce sont les travaux ultérieurs de plusieurs économistes qui ont permis d'en donner une définition contemporaine[715]. Puisque les comportements humains et corporatifs produisent des effets économiques externes, imprévisibles et parfois non désirés, ils peuvent être une source d'inefficience. En effet, l'agir économique des agents va influencer d'autres acteurs et nuire aux intérêts en jeu, au fonctionnement du marché et à l'efficacité de la forme sociétaire. Dès lors, toute externalité peut empêcher une allocation optimale des ressources puisqu'elles créent une divergence entre les coûts et les bénéfices. À ce propos, comme le rappelle Luc Weber :

> Les décisions prises par les producteurs et les consommateurs, qui cherchent à maximiser respectivement leur profit ou leur utilité, ne prennent en compte que les coûts et les bénéfices qui ont une réalité financière pour eux et omettent par négligence ou parce qu'ils ne peuvent pas faire autrement de considérer les effets externes qu'entraînent leurs choix[716].

Dès 1912, les travaux d'Arthur Pigou ont souligné le rôle des externalités dans l'accroissement ou le déclin des retours sur investissement et la nécessité de recourir à la fiscalité pour corriger les inefficiences dans l'allocation des ressources[717]. Par la suite, les travaux de Ronald Coase proposent une solution au problème des externalités[718]. Selon lui, en l'absence de

---

[713] Luc Weber, *L'État, acteur économique. Analyse économique du rôle de l'État*, 3e éd, Paris, Economica, 1997 à la p 59.

[714] Alfred Marshall, *Principles of Economics*, New York, MacMillan, 1890.

[715] Parmi les travaux fondateurs James Edward Meade, « External Economies and Diseconomies in a Competitive Situation » (1952) 62 *The Economic Journal* 54 ; James Edward Meade, *The Theory of Economic Externalities. The Control of Environmental Pollution and Similar Social Costs*, Genève, Institut Universitaire des Hautes Études Internationales, 1973.

[716] Luc Weber, *L'État, acteur économique. Analyse économique du rôle de l'État*, 3e éd, Paris, Economica, 1997 à la p 60.

[717] Arthur C. Pigou, *Wealth and Welfare*, Londres, Macmillan Company, 1912 ; l'argument de la « taxe pigouvienne » est de nouveau avancé et explicité dans Arthur C. Pigou, *The Economics of Welfare*, New York, MacMillan, 1920 ; Agnar Sandmo, « Optimal Taxation in the Presence of Externalities » (1975) 77 *The Swedish Journal of Economics* 86 ; Krishna Bharadwaj, « Marshall on Pigou's Wealth and Welfare » (1972) 39 *Economica* 32.

[718] Ronald Coase, « The Problem of Social Cost » (1960) 3 *Journal of Law and Economics* 1.

coûts de transaction, les agents qui sont à l'origine de l'externalité et ceux qui la subissent peuvent parvenir à corriger, par la négociation, le déséquilibre et parvenir à une allocation optimale[719]. Prenant appui sur l'analyse de Coase, les recherches de Kenneth Arrow vont conditionner la validité de cette solution à l'hypothèse d'information complète[720]. Pour les économistes néoclassiques, les effets externes de l'agir économique sont une défaillance du marché dont la notion même remonte à l'ouvrage d'Arthur Pigou, *The Economics of Welfare*[721]. Si dans le cadre des travaux susmentionnés la présence de défaillances du marché justifie l'intervention régulatrice de l'État, nous sommes plutôt d'avis pour y voir la principale raison au développement d'une éthique propre à la sphère économique et commerciale. Dès lors, le problème des externalités sur l'économie conforte le développement d'une éthique de l'agir économique[722]. En mettant l'accent sur les externalités que peut générer l'activité économique, l'importance et la raison d'être de la morale économique sont ainsi dévoilées : « [elle] est là pour ordonner et pour réguler le pouvoir d'agir. Elle doit exister d'autant plus que les pouvoirs de l'agir qu'elle doit réguler sont plus grands »[723].

Dans la relation d'agence, l'hypothèse d'asymétrie d'information entre les intervenants joue à la faveur de l'agent qui va tenter de maximiser son utilité et les avantages liés à sa position. Le contrat entre le dirigeant et la société et son régime de rémunération ont donc pour objet de suppléer cette incertitude. Cependant, peu importe l'ampleur des moyens déployés, il est impossible d'obtenir ou de traiter parfaitement l'information. Il y aura donc nécessairement des problèmes liés aux coûts de transaction, à la rationalité et à l'opportunisme de l'agent[724]. À ce constat s'ajoute celui d'un opportunisme protéiforme. En effet, Oliver E. Williamson

---

[719] Ronald Coase, « The Institutional Structure of Production » (1992) 82 *The American Economic Review* 713 à la p 717.

[720] Kenneth J. Arrow, « The Property Rights Doctrine and Demand Revelation under Incomplete Information » dans Michael J. Boskin, dir, *Economics and Human Welfare: Essays in Honour of Tibor Scitovski*, New York, Academic Press, 1979, 23 à la p 24 ; Élodie Bertrand, « La thèse d'efficience du "théorème de Coase". Quelle critique de la microéconomie ? » (2006) 57 *Revue économique* 983 à la p 1000.

[721] Arthur C. Pigou, *The Economics of Welfare*, New York, MacMillan, 1920.

[722] Peter Koslowsky, « Lignes directrices de l'éthique économique » dans Peter Koslowki, dir, *Éthique économique, entreprise et environnement*, Collection Éthique des affaires, Paris, Éditions Eska, 1998, 1 aux pp 3–30.

[723] Hans Jonas, *Le principe de responsabilité*, Flammarion, Paris, 1988 à la p 61.

[724] Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, 1985 aux pp 12 et 29.

distingue entre les manifestations *ex ante* et *ex post* de l'opportunisme de l'agent. Dans le premier cas, il s'agit du problème de sélection adverse où l'agent peut fausser la réalité de ses compétences et expériences pour exiger, par exemple, une prime de bienvenue plus élevée à l'embauche. Dans le second cas, on parle d'une situation d'aléa moral, où il est difficile de déterminer a posteriori si l'agent a réellement exécuté ses obligations[725]. Afin de mitiger cet aléa qui pèse sur le principal, des mécanismes d'incitation et de surveillance sont mis en place afin de dissuader les comportements opportunistes de l'agent. Parmi les mécanismes d'incitation, nous pensons que l'éthique contribue à la mise en place de standards de conduite propres à la relation d'agence.

Comme nous l'avons présenté dans notre premier chapitre, les transactions des agents peuvent être organisées au travers du marché ou de la firme. D'un côté, le marché est présenté comme un mécanisme de régulation et de coordination des décisions qui permet la réalisation des objectifs de la société et des individus, tout en étant efficace et économe dans l'emploi des ressources qu'il mobilise[726]. Toutefois, le marché nécessite des règles pour fonctionner correctement et corriger ses défaillances. En effet, sans de telles règles le bon fonctionnement du marché s'en trouve affecté puisque sans confiance, honnêteté ou encore réciprocité les coûts de transaction vont croître. Sous l'angle de l'éthique économique, un système de coordination doit inclure le maximum de participants et intérioriser les externalités de leurs comportements économiques. D'un autre côté, l'idéal de coordination pour les agents économiques peut se matérialiser par une contractualisation de leurs relations au sein de la firme. Les rapports économiques sont ainsi appréhendés comme des rapports contractuels entre agents. Cette contractualisation des rapports s'accompagne donc de préoccupations qui sont relatives à la forme, à la mise en œuvre et aux coûts des arrangements contractuels. Dans la mesure où un contrat complet est hypothétique, l'éthique est nécessaire pour faciliter la coopération et l'échange entre les agents. Dans cette perspective, elle sert à corriger les problèmes de coordination qui peuvent surgir entre les agents et permettre le choix de meilleurs arrangements contractuels, voire institutionnels. Les justifications à l'éthique proviennent, d'une part, de la

---

[725] Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, 1985 aux pp 47–48.

[726] Peter Koslowsky, « Lignes directrices de l'éthique économique » dans Peter Koslowki, dir, *Éthique économique, entreprise et environnement*, Collection Éthique des affaires, Paris, Éditions Eska, 1998, 1 à la p 5.

confiance que nécessite la réduction des coûts d'élaboration, d'incitation et de surveillance et, d'autre part, du pouvoir discrétionnaire dont dispose l'agent dans la réalisation de ses obligations contractuelles.

Appliquée au contexte de l'organisation, l'éthique envisage l'entreprise comme une entité abstraite qui a un cadre éthique et des obligations morales directes[727]. Contrairement à l'éthique concurrentielle relative aux interactions sur le marché, l'éthique de la coopération concentre son analyse sur les valeurs, les droits et les devoirs des agents plutôt que sur les règles de fonctionnement du marché[728]. Ainsi, une part du courant de l'éthique des affaires accorde une importance particulière à la dynamique de développement moral individuel axé sur des obligations déontologiques et leurs conséquences téléologiques[729]. Quand l'éthique est axée sur valeurs individuelles des agents, on suppose que le comportement éthique individuel va s'agréger au comportement éthique collectif dans l'économie[730]. Toutefois, les discussions contemporaines tendent à délaisser les comportements éthiques individuels au profit des processus de prise de décision au sein des entreprises[731].

L'éthique des affaires a deux préoccupations centrales, l'individu et l'entreprise. En tant qu'activité économique à la fois humaine et sociale, l'entreprise est étroitement liée au progrès économique, au bien-être individuel et collectif[732]. Elle peut donc directement répondre à des revendications à caractère social et appuyer des comportements prosociaux[733]. Face à ce rôle,

---

[727] Thomas Donaldson, *Corporations and Morality*, Englewood Cliffs, Prentice Hall, 1982 ; Patricia H. Werhane, « Formal Organisations, Economic Freedom and Moral Agency » (1980) 14 *Journal of Value Inquiry* 43 à la p 46.

[728] Robert C. Solomon, « Business Ethics and Virtue » dans Robert E. Frederick, dir, *A Companion on Business Ethics*, Malden, Blackwell, 1999, 30 aux pp 30–37, DOI : <10.1002/9780470998397> ; Ian Maitland, « Virtuous Markets: The Market as School of the Virtues » (1997) 7 *Business Ethics Quarterly* 17 aux pp 17–31 ; Rosa Chun, « Ethical Character and Virtue of Organizations: An Empirical Assessment and Strategic Implications » (2005) 57:3 *Journal of Business Ethics* 269 ; Robert Ewin, « The Virtues Appropriate to Business » (1995) 5 *Business Ethics Quarterly* 833.

[729] J. Thomas Whetstone, « How Virtue Fits Within Business Ethics » (2000) 33:2 *Journal of Business Ethics* 101 à la p 101.

[730] Alexander Rajko, *Behavioural Economics and Business Ethics: Interrelations and Applications*, New York, Routledge, 2012 à la p 17.

[731] David Vogel, « The Ethical Roots of Business Ethics » (1991) 1 *Business Ethics Quarterly* 101 à la p 105.

[732] Robert C. Solomon, « Business with Virtue: Maybe Next Year » (2000) 10 *Business Ethics Quarterly* 339 à la p 340.

[733] Ronald Jeurisssen, « The Social Function of Business Ethics » (2000) 10 *Business Ethics Quarterly* 821 à la

l'éthique peut constituer un instrument approprié pour contribuer à l'objectif de maximisation des profits[734]. C'est dire aussi que la maximisation du profit n'implique pas nécessairement une gestion de la société dans l'intérêt exclusif des actionnaires. Dès lors, le principe de maximisation du profit n'implique pas une répartition prédéterminée de la richesse et encore moins une attribution exclusive à l'actionnaire[735]. Par ailleurs, l'intérêt porté à l'éthique des affaires ne se limite pas à l'élaboration de standards éthiques élevés pour la seule exemplarité des gens d'affaires, mais envisage également les bénéfices économiques qu'elle peut représenter pour l'entreprise[736]. Par conséquent, l'éthique a une fonction instrumentale : préserver les avantages de la forme sociétaire et accompagner la maximisation de la valeur actionnariale en proposant des modalités d'exécution cohérentes avec la réalité économique et le contexte de la société.

Paragraphe 2. — La fonction corrective

Nous l'avons dit, les externalités négatives et l'internalisation de leurs coûts rendent nécessaire le recours à l'éthique appliquée. La non-réalisation des idéaux relatifs à un fonctionnement parfait du marché, au mécanisme de la main invisible et des contrats complets donne toute sa signification à l'éthique des affaires. En effet, ce n'est que dans l'hypothèse d'une concurrence pure et parfaite que le mécanisme du marché permet d'inclure l'ensemble des acteurs et les externalités négatives qu'ils génèrent par leurs agissements[737]. Ainsi, les agents qui opèrent sur le marché, guidés par la recherche du profit, ont un comportement efficient[738]. Cependant, la réalité est toute autre puisque nombre de défaillances affectent aussi bien les

---

p 830.

[734] Amartya Sen, « Does Business Ethics Make Economic Sense » (1993) 3 *Business Ethics Quarterly* 45 à la p 52.

[735] Antoine Rebérioux, « Les fondements microéconomiques de la valeur actionnariale. Une revue critique de la littérature » (2005) 56 *Revue économique* 51 aux pp 53–54.

[736] Lynn Sharp Pain, « Does Ethics Pay? » (2000) 10 *Business Ethics Quarterly* 319 aux pp 319–320.

[737] James M. Buchanan, « Social Choice, Democracy and Free Markets » (1954) 62 *Journal of Political Economy* 114 aux pp 114–123 ; James M. Buchanan, « Individual Choice in Voting and the Market » (1954) 62 *Journal of Political Economy* 334 aux pp 334–343.

[738] James M. Buchanan, « Rent Seeking and Profit Seeking » dans James Buchanan, Gordon Tullock et Robert Tollison, dir, *Toward a Theory of the Rent-Seeking Society*, College Station, Texas A&M University, 1980, 1 aux pp 3–15.

transactions sur le marché que celles opérées au sein d'une société. Dès lors, la poursuite d'intérêts individuels ne se traduit pas nécessairement en résultats économiques et sociaux favorables aux intervenants sur le marché, aux participants à la forme sociétaire ou encore à la collectivité.

Conformément aux visions adversative et non adversative de l'éthique, il ne peut y avoir d'uniformité dans le degré d'exigence des attentes morales dans un contexte concurrentiel et dans un contexte coopératif. En effet, le jeu de la concurrence produit des gagnants et des perdants alors que dans un jeu de coopération le résultat désiré est une situation gagnant-gagnant[739]. À cette opposition s'ajoute le constat fait par Joseph Heath lorsqu'il recourt à l'analogie suivante : « the "invisible hand" of the market transforms certain vices into virtues, in a way that the "visible hand" of management does not »[740]. Par conséquent, le développement de règles éthiques dans le contexte de la relation d'agence doit permettre de décourager les comportements opportunistes et les décisions intéressées qui nuisent au bon déroulement de toute relation basée sur la confiance et la loyauté.

En lien avec la relation d'agence, la légitimité et le succès de l'éthique tiennent à sa capacité à promouvoir la confiance réciproque entre agents pour diminuer les coûts de transactions, notamment ceux relatifs au contrat entre le dirigeant et la société. En effet, comme a pu l'écrire Ronald Coase :

> In order to carry out a [administered transaction] it is necessary to discover who it is that one wishes to deal with, to inform people that one wishes to deal and on what terms, to conduct negotiations leading up to a bargain, to draw up the contract, to undertake the inspection needed to make sure that the terms of the contract are being observed, and so on[741].

Ces coûts qui sont liés à l'information imparfaite impliquent de recourir à des mécanismes permettant une meilleure interaction entre l'agent et le principal pour qu'il ne se

---

[739] Anthony Skillen, « Sport Is for Losers » dans Mike McNamee et Jim Parry, *Ethics and Sport*, New York, Routledge, 1998, 169.

[740] Joseph Heath, « An Adversarial Ethic for Business: Or When Sun-Tzu Met the Stakeholder » (2007) *72 Journal of Business Ethics* 359 à la p 360.

[741] Ronald Coase, « The Problem of Social Cost » (1960) 3 *Journal of Law and Economics* 1 à la p 15.

laisse pas aller à des comportements opportunistes[742]. Sous l'angle de la théorie de l'agence, les potentiels conflits d'intérêts et l'asymétrie d'information requièrent la mise en place d'incitations[743]. Puisque l'aléa moral pèse sur le principal, la théorie économique recommande la mise en place d'une rémunération incitative, notamment à base variable, afin que l'agent soit plus sensible au risque[744]. Autrement dit, en théorie, la rémunération incitative permet de canaliser les efforts de l'agent vers les objectifs poursuivis par la société[745]. La théorie de l'agence suggère que l'agent est susceptible d'adopter des comportements dysfonctionnels[746]. Ces comportements surviennent lorsque l'agent et le principal ont des préférences et des objectifs divergents. Puisque l'agent dispose d'une meilleure information sur sa tâche et son environnement que le principal, il lui est d'agir dans une certaine mesure dans son intérêt personnel. La théorie de l'agence recommande donc logiquement la mise en place d'une rémunération incitative pour aligner les intérêts de l'agent avec ceux du principal et réduire l'aléa moral[747].

Comme nous le verrons plus en détail dans notre quatrième chapitre, si l'objectif de la rémunération incitative est de motiver le dirigeant à améliorer la performance de la société, ses effets sont mitigés[748]. Mentionnons également que la mise en place d'un contrat incitatif au profit de l'agent peut s'avérer coûteuse et contre-productive pour la société. Par exemple, certains éléments de rémunération peuvent faciliter des pratiques abusives et permettre le

---

[742] Carl J. Dahlman, « The Problem of Externality » (1979) 22 *The Journal of Law and Economics* 141 aux pp 147–148.

[743] Jean-Jacques Laffont et David Martimont, *The Theory of Incentives: the Principal-agent Model*, Princeton, Princeton University Press, 2002 aux pp 2–3.

[744] Jean-Jacques Laffont et David Martimont, *The Theory of Incentives: the Principal-agent Model*, Princeton, Princeton University Press, 2002 aux pp 172–173 ; voir *infra* chapitre 4.

[745] Eric G. Flamholtz, T. K. Das et Anne S. Tsui, « Toward an Integrative Framework of Organizational Control » (1985) 10 *Accounting, Organizations and Society* 35 à la p 39 ; Rajiv D. Banker, Seok-Young Lee, Gordon Potter et Dhinu Srinivasan, « Contextual Analysis of Performance Impacts of Outcome-Based Incentive Compensation » (1996) 39 *The Academy of Management Journal* 920 aux pp 943–944.

[746] Kenneth J. Arrow, *The Economics of Agency*, Technical Report No 451, A Report of the Center for Research on Organizational Efficiency, Standford, University of California, 1984 à la p 3 et s.

[747] Kathleen M. Eisenhardt, « Agency Theory: An Assessment and Review » (1989) 14 *The Academy of Management Review* 57–74 ; Robert S. Kaplan et Anthony A. Atkinson, *Advanced Management Accounting*, 3e éd, New Jersey, Prentice Hall, 1998 à la p 681.

[748] Voir *infra* chapitre 4.

détournement d'une partie de la richesse à la faveur de l'agent sans réelles contreparties pour la société. De la même manière, la logique incitative réduit le contexte de l'action économique de l'agent à l'opportunisme et à la maximisation de ses intérêts personnels et pécuniaires. En plus des incitations, le principal va recourir à des mécanismes de contrôle et de surveillance de l'agent. En effet, l'intensité de la surveillance exercée sur les membres de la direction implique la mise en place d'un système de mesure du rendement et de réédition de comptes[749]. Devant les limites de ces différents mécanismes, l'éthique de la coopération peut, de manière complémentaire, permettre de favoriser l'internalisation de meilleures pratiques par l'agent en sollicitant des contraintes d'ordre moral.

Dans cet ordre d'idées, l'éthique balise les contours de la discrétion managériale afin de préserver, d'une part, l'efficience de la forme sociétaire et, d'autre part, l'efficacité des actes managériaux. Les limites des différents mécanismes de contrôle, d'incitation et de surveillance justifient le recours à l'éthique comme mécanisme complémentaire pour l'encadrement de l'aléa moral. De même, l'éthique opère comme un instrument qui permet de combler les lacunes des contrats incomplets qui lient les actionnaires aux dirigeants. Ainsi, l'éthique identifie des normes de comportement qui peuvent s'adapter aux circonstances imprévues de la relation d'agence et au contrat. Sans elle, les défaillances et les limites de ces mécanismes minent la coopération indispensable à l'interaction fonctionnelle entre l'agent et le principal. Selon ce point de vue, elle permet de faciliter la coopération entre les parties au contrat puisque le principal n'a pas d'autre choix que d'accorder sa confiance et le bénéfice du doute à l'agent pour qu'il satisfasse au mieux ses obligations. De cette manière, elle permet une réduction des coûts de transactions du contrat *ex ante* et *ex post*[750] en faisant de la confiance, de l'honnêteté et de la loyauté un code moral qui encadre l'opportunisme du dirigeant[751]. De telles normes de comportements suppléent aux difficultés que présentent l'évaluation et la mesure du

---

[749] Eugene F. Fama, « Agency Problems and the Theory of the Firm » (1980) 88 *The Journal of Political Economy* 288.

[750] Roderick M. Kramer, « Trust and Distrust in Organizations: Emerging Perspectives, Enduring Questions » (1999) 50 *Annual Review of Psychology* 569 à la p 582.

[751] Robin C. O. Matthews, « Morality, Competition and Efficiency » (1981) 49 *The Manchester School of Economics and Social Studies* 289 à la p 294 ; Peter Koslowski, *Principes d'économie éthique*, collection Passages, Paris, Éditions du Cerf, 1998 aux pp 36–37.

comportement du dirigeant dans l'exercice de ses fonctions et dans la poursuite de l'objectif de création de valeur. L'éthique a donc une fonction corrective puisqu'elle peut aider à minimiser, voire à corriger, les déséquilibres contractuels de la relation d'agence.

Pour conclure, ces normes de comportement permettent d'abaisser les coûts de transactions en facilitant la rédaction et la conclusion du contrat et en rendant superflue la mise en œuvre coûteuse de contrôles et de sanctions[752]. En ce qui a trait à la rémunération, ces normes de comportements peuvent, d'une part, contrecarrer les effets négatifs d'une rémunération strictement liée à des critères de performance financière de la société et, d'autre part, favoriser la prise en compte de considérations non financières qui peuvent s'avérer profitables à la firme[753].

Sous-section 2. — Une éthique normative

L'éthique non adversative repose sur des fondements normatifs qui contribuent à donner une teneur particulière adaptée au contexte de la relation du dirigeant avec les actionnaires.

Paragraphe 1. — La maximisation de la valeur

L'éthique des affaires a pour objectif d'analyser les fondements à la coordination par le marché et par la firme. D'un côté, l'éthique et l'économie sont similaires puisqu'elles sont relatives à l'action et à la prise de décision. De l'autre, elles sont dissemblables, car la première vise l'excellence dans l'agir humain alors que la seconde recherche l'efficience dans la réalisation des tâches[754]. L'éthique des affaires doit donc être envisagée comme une synthèse

---

[752] James S. Coleman, « Introducing Social Structure into Economic Analysis » (1984) 74 *The American Economic Review: Papers and Proceedings* 84 à la p 85 ; Roland N. McKean, « Economics of Trust, Altruism, and Corporate Responsibility » dans Edmund S. Phelps, dir, *Altruism, Morality, and Economic Theory*, New York, Russell Sage Foundation, 1975, 29 ; Marc Pilisuk et Paul Skolnick, « Inducing Trust: A Test of the Osgood Proposal » (1968) 8 *Journal of Personality and Social Psychology* 121 aux pp 121–133.

[753] Peter Koslowski, « Ethical Economy and Business Ethics: On the Relationships between Ethics and Economics » dans Jacob Dahl Rendtorff, dir, *Power and Principles in the Market Place. On Ethics and Economics*, Farnham, Ashgate, 2010, 11 à la p 15.

[754] Peter Koslowski, « Some principle of Ethical Economy » dans Christopher Cowton et Michaela Haase, dir, *Trends in Business and Economic Ethics*, Berlin, Springer, 2008, 31 à la p 32.

de l'éthique et de l'économie[755]. Dès lors, si en économie le bien-être social est le résultat d'interactions individuelles sur le marché[756], l'éthique doit suivant cette logique favoriser la réalisation de cet objectif. Appliquée à l'entreprise, l'éthique doit nécessairement contribuer à la réalisation de ce pour quoi elle est créée : la maximisation de la valeur au profit des actionnaires[757]. Comme a pu le rappeler Michael C. Jensen :

> 200 years of work in economics and finance implies that in the absence of externalities and monopoly, social welfare is maximized when each firm in an economy maximizes its total market value... [A] firm taking inputs out of the economy and putting its output of goods and services back into the economy increases aggregate welfare if the prices at which it sells the goods more than cover the costs it incurs in purchasing the inputs. Clearly the firm should expand its output as long as an additional dollar of resources taken out of the economy is valued by the consumers of the incremental product at more than a dollar. Note that the difference between these revenues and costs is profits. This is the reason (under the assumption that there are no externalities or monopolies) that profit maximization leads to an efficient social outcome [soulignement ajouté][758].

Si l'argument de la maximisation de l'utilité collective par la maximisation de la valeur totale du marché est adapté à un environnement adversatif et concurrentiel, il l'est beaucoup moins dans le contexte coopératif. En ce qui concerne le fonctionnement de la société par actions, on peut tout à fait envisager que l'objectif de recherche du profit constitue en soi un principe éthique attractif pour la formulation de jugements éthiques cohérents[759]. Ainsi, selon Joseph Heath, la recherche du profit par les dirigeants est une obligation managériale et non l'expression d'une conduite égoïste de l'agent[760]. Dès lors, l'enjeu éthique attaché à la

---

[755] Peter Koslowski, « Some principle of Ethical Economy » dans Christopher Cowton et Michaela Haase, dir, *Trends in Business and Economic Ethics*, Berlin, Springer, 2008, 31 à la p 43.

[756] Louis Kaplow et Steven Shavell, « Fairness versus Welfare » (2001) 114 *Harvard Law Review* 961 à la p 977 et s.

[757] Thomas M. Jones et Will Felps, « Shareholder Wealth Maximization and Social Welfare: A Utilitarian Critique » (2013) 23 *Business Ethics Quarterly* 207 aux pp 208–209, 212.

[758] Michael C. Jensen, « Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function » (2002) 12 *Business Ethics Quarterly* 235 aux pp 239–240, tel que cité dans Thomas M. Jones et Will Felps, « Shareholder Wealth Maximization and Social Welfare: A Utilitarian Critique » (2013) 23 *Business Ethics Quarterly* 207 aux pp 215–216.

[759] Richard A. Posner, « Utilitarianism, Economics and Legal Theory » (1979) 8 *The Journal of Legal Studies* 103 à la p 103.

[760] Joseph Heath, « A Market Failure Approach to Business Ethics » dans Alexander Brink et Jacob Dahl Rendtorff, dir, *Studies in Economic Ethics and Philosophy*, vol 9, Berlin, Springer, 2004, 69 aux pp 69–89.

maximisation du profit provient, non pas de l'objectif en lui-même, mais plutôt de ses modalités d'exécution tout comme les paramètres de sa mesure. En ce sens, nous sommes d'avis avec l'idée défendue par Oliver Hart et Luigi Zingales selon laquelle, dans le contexte de la société par actions, la maximisation de l'utilité collective par la maximisation du profit ne doit pas être restreinte à la maximisation de la valeur boursière de la société[761]. En effet, il s'agit donc de reconnaître que les préoccupations actionnariales ne peuvent pas être restreintes à des considérations strictement financières. Comme tout un chacun, l'actionnaire est également soucieux des conséquences environnementales, éthiques et sociales de son investissement, comme en atteste l'importance de l'investissement socialement responsable. Dans cette perspective, l'éthique des affaires permet d'envisager, certes, la société comme une institution guidée par la recherche du profit, dont les membres ont à la fois des obligations légales et morales dans l'accomplissement de leur mission, mais en élargissant sa mesure à d'autres critères que celui de la seule performance boursière du titre.

Comme nous l'avons abordé dans nos deux précédents chapitres, l'analyse économique du droit et l'approche contractuelle de la firme ont placé la norme de maximisation de la valeur actionnariale au cœur de l'idéologie du droit des sociétés[762]. D'une part, bien qu'une partie de la doctrine considère que cette norme a été à l'origine des crises et des scandales financiers qui ont égrené les années 2000[763], la mise en œuvre et la poursuite de stratégies axées sur la maximisation de la valeur actionnariale continuent à être perçues comme des signes d'une bonne gouvernance d'entreprise[764]. D'autre part, si elle implique une structure de gouvernance qui

---

[761] Oliver Hart et Luigi Zingales, « Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value » (2017) 2 *Journal of Law, Finance, and Accounting* 247.

[762] Stephen M. Bainbridge, « Director Primacy: The Means and The Ends of Corporate Governance » (2002) 97 *Northwestern University Law Review* 547 à la p 563 ; Margaret M. Blair et Lynn A. Stout, « A Team Production Theory of Corporate Law » (1999) 85 *Virginia Law Review* 247 à la p 287.

[763] William W. Bratton, « Enron and the Dark Side of Shareholder Value » (2002) 76 *Tulane Law Review* 1275 aux pp 1275–1361 ; Margaret M. Blair, « Post-Enron Reflections on Comparative Corporate Governance » (2003) 14 *Journal of Interdisciplinary Economics* 113 aux pp 113–124.

[764] Michael C. Jensen, « Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function » (2002) 12 *Business Ethics Quarterly* 235 aux pp 235–256 ; Annie Pye, « The Changing Power of "explanations": Directors, Academics and their Sensemaking from 1989 to 2000 » (2002) 39 *Joumal of Management Studies* 907 à la p 921.

accorde la primauté aux intérêts des actionnaires[765], elle n'exclut pas nécessairement la prise en compte de considérations relatives à d'autres parties prenantes[766]. Ainsi, la norme de maximisation de la valeur actionnariale est l'objectif central de la gouvernance des sociétés, mais ses modalités de mise en œuvre peuvent justifier une gestion respectueuse des intérêts d'autres intervenants à la forme sociétaire[767].

D'une manière générale, le critère de l'intérêt des actionnaires est présenté comme le moyen le plus adéquat pour opérationnaliser le processus décisionnel et le système de gouvernance. En effet, puisque la fonction managériale est une conséquence directe de la séparation de la propriété et du contrôle de la firme[768], les actionnaires disposent du droit d'élire et de destituer les administrateurs, lesquels en conseil d'administration nomment les dirigeants qui vont gérer quotidiennement la société notamment dans une perspective de maximisation de la société à long terme[769]. Autrement dit, l'élargissement de la notion à d'autres intérêts complexifie la prise de décision et rend imprévisibles ses conséquences dans la mesure où l'agent est redevable à l'égard de plusieurs catégories d'acteurs[770]. En outre, l'aléa moral s'aggrave puisque l'agent peut justifier facilement sa conduite non plus au regard d'un seul groupe, mais de plusieurs, ce qui rend toute mise en cause de sa responsabilité illusoire. De cette façon, la primauté accordée à l'intérêt des actionnaires délimite plus précisément où réside la loyauté des dirigeants et facilite plus aisément l'identification des comportements

---

[765] Adolphe Berle, « Corporate Powers as Powers in Trust » (1931) 44 *Harvard Law Review* 1049 aux pp 1049–1074.

[766] Margaret M. Blair et Lynn A. Stout, « A Team Production Theory of Corporate Law » (1999) 85 *Virginia Law Review* 247 aux pp 247–306 ; Thomas M. Jones et Will Felps, « Shareholder Wealth Maximization and Social Welfare: A Utilitarian Critique » (2013) 23 *Business Ethics Quarterly* 207 à la p 209.

[767] William T. Allen, « Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation » (1992) 14 *Cardozo Law Review* 259 à la p 264 ; Malvin A. Eisenberg, « Corporate Legitimacy, Conduct, and Governance. Two models of the Corporation » (1983) 17 *Creighton Law Review* 17 aux pp 1–19.

[768] Adolf A. Berle et Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1932 à la p 70.

[769] Jeffrey N. Gordon, « The Rise of Independent Directors in the United States, 1950–2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices » (2007) 59 *Stanford Law Review* 1465 à la p 1469 ; Michael C. Jensen, « Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function » (2002) 12 *Business Ethics Quarterly* 235 aux pp 236 et 239.

[770] Stephen M. Bainbridge, « In Defense of The Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply to Professor Green » (1993) 50 *Washington and Lee Law Review* 1423 aux pp 1427–1428.

opportunistes[771]. Par conséquent, nous estimons que la norme de maximisation de la valeur actionnariale demeure la meilleure règle pour la gouvernance d'entreprise puisque toute autre norme qui serait prise pour évaluer la responsabilité des dirigeants pourrait leur conférer un pouvoir discrétionnaire trop large, accentuant l'aléa moral et l'adoption de stratégies susceptibles de nuire à la création de valeur[772]. Enfin, puisque la réalisation de l'objectif de maximisation appartient aux dirigeants de la société, l'éthique des affaires a, en ce sens, trait aux obligations éthiques des dirigeants.

En complément aux mécanismes existants, l'éthique doit guider le comportement du dirigeant lorsque l'impératif de maximisation entre en conflit avec son intérêt afin que le premier prime sur le second[773]. Elle permet le développement de standards éthiques qui prennent corps à partir d'un impératif pour les dirigeants de maximiser la valeur de la société pour les actionnaires[774]. Dans le contexte des relations d'agence, le principal veut inciter l'agent à réaliser une tâche dans son intérêt sans qu'elle soit pour autant dans l'intérêt de l'agent. À cette fin, le principal peut recourir, d'une part, à des pressions morales afin de changer l'inclination de l'agent face à la réalisation de la tâche et, d'autre part, à des incitations. Ces pressions morales doivent impérativement découler du rôle et de la fonction de la personne sur laquelle elles pèsent, à défaut leur réalisation s'avère irréaliste.

Malgré le particularisme de la forme sociétaire, les actionnaires sont considérés comme les créanciers résiduels de la société dans la mesure où leurs intérêts ne sont pas entièrement et explicitement protégés par des stipulations contractuelles. Par ailleurs, il est extrêmement difficile de définir en détail le contenu des obligations et d'envisager l'ensemble des variables

---

[771] Lynn A. Stout, « Bad and Not-So-Bad Arguments For Shareholders Primacy » (2002) 75 *Southern California Law Review* 1189 à la p 1200 ; Daniel P. Forbes et Frances J. Milliken, « Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups » (1999) 24 *The Academy of Management Review* 489 à la p 492 ; Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 à la p 92.

[772] Mark J. Roe, « The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 2063 à la p 2065.

[773] Joseph Heath, *Morality, Competition, and the Firm: The Market Failures Approach to Business Ethics*, New York, Oxford University Press, 2014 à la p 25.

[774] Joseph Heath, *Morality, Competition, and the Firm: The Market Failures Approach to Business Ethics*, New York, Oxford University Press, 2014 aux pp 38–39.

économiques[775]. Effectivement, la complexité des décisions managériales empêche de déterminer a priori les décisions spécifiques qui vont contribuer à la maximisation de la valeur[776]. Dans ces conditions, leur relation est gouvernée par des normes fiduciaires dont la connotation morale constitue un point de départ à l'élaboration d'un ensemble plus large et enrichi de normes éthiques pour la conduite des dirigeants[777]. De la même manière, les exigences substantielles d'ordre procédural pour la prise de décision favorisent la mise en place d'un climat éthique au sein de la société[778]. En conséquence, le principe fiduciaire permet, d'une part, de suppléer aux stipulations contractuelles incomplètes et, d'autre part, de constituer l'ancrage du développement et de formulation de règles implicites aux comportements des dirigeants[779].

Paragraphe 2. — La rationalité limitée

Le second fondement normatif de l'éthique économique est la rationalité limitée des agents économiques. Le principe de rationalité limitée décrit les limites cognitives des individus dans un environnement incertain et complexe. Elle contribue ainsi à l'incomplétude contractuelle et complexifie la mise en place d'incitatifs optimaux pour guider la conduite des agents. Dans les travaux Herbert A. Simon, le concept de rationalité limitée a eu vocation à replacer « la rationalité globale de l'individu économique par une sorte de comportement rationnel qui est compatible avec l'accessibilité de l'information et les capacités de traitement dont disposent les organisations et les individus dans les environnements où ils opèrent » [notre traduction][780]. Dans la plupart des contextes économiques, la rationalité limitée renvoie directement au phénomène d'incertitude[781].

---

[775] Oliver Hart, « Norms and the Theory of the Firm » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1701 à la p 1702.
[776] John R. Boatright, « Business Ethics and the Theory of the Firm » (1996) 34 *American Business Law Journal* 217 à la p 222.
[777] John R. Boatright, *Ethics in Finance*, 3e éd, Malden, Wiley Blackwell, 2014 à la p 14.
[778] Norman E. Bowie, *Business Ethics in the 21st Century*, New York, Springer, 2013 à la p 188.
[779] Joseph Heath, *Morality, Competition, and the Firm: The Market Failures Approach to Business Ethics*, New York, Oxford University Press, 2014 à la p 70.
[780] Herbert A. Simon, « A Behavioral Model of Rational Choice » (1955) 69 *The Quarterly Journal of Economics* 99 à la p 99.
[781] Thomas Donaldson et Thomas W. Dunfee, « Toward a Unified Conception of Business Ethics: Integrative

Définie simplement, la rationalité réfère à la maximisation d'un critère d'utilité[782]. La théorie économique néoclassique et celle du choix rationnel s'appuient sur une conception de la rationalité axée sur les résultats[783]. Les notions de rationalité et d'utilité sont fortement liées dans tous les contextes de prise de décision économique. Dès lors, les actions sont examinées moralement du seul point de vue de leurs conséquences. Édifiée sur les notions de rationalité, d'égoïsme et de concurrence parfaite, la théorie économique générale prédit des résultats efficients au sens de Pareto[784]. Dans le cadre de la théorie néoclassique, la rationalité place l'agent dans une dynamique consciente et intentionnelle d'évaluation des processus de maximisation[785]. D'une part, cette rationalité économique se manifeste donc au travers des intentions et des préférences des agents et, d'autre part, le modèle de rationalité économique exige l'absence de croyances ou d'intentions contradictoires[786]. Les agents sont censés former des jugements corrects relatifs aux événements, à leur environnement et aux comportements d'autres agents. Cette appréciation faite par l'agent lui permet de sélectionner les options lui permettant de satisfaire pour le mieux ses préférences[787].

Le modèle de la rationalité dans la théorie économique classique s'oppose à celui de rationalité limitée. En effet, en économie, la théorie du choix rationnel postule que les agents font preuve d'une pleine rationalité, ou d'une rationalité olympique pour employer le terme de Simon[788]. En ce sens, la théorie économique n'est rien de plus qu'une théorie normative idéale

---

Social Contracts Theory » (1994) 19 *The Academy of Management Review* 252 à la p 260.

[782] Herbert A. Simon, *Reason in Human Affairs*, Stanford, Stanford University Press, 1983 aux pp 19–23 ; Herbert A. Simon, « Rationality in Psychology and Economics » (1986) 59 *Journal of Business* 209 à la p 221 ; Cristina Bicchieri, « Rationality and Predictability in Economics » (1987) 38 *The British Journal for the Philosophy of Science* 501 à la p 502.

[783] Alexander Rajko, *Behavioural Economics and Business Ethics: Interrelations and Applications*, New York, Routledge, 2012 à la p 57.

[784] Jody S. Kraus et Jules L. Coleman, « Morality and the Theory of Rational Choice » (1987) 97 *Ethics* 715 à la p 716 ; John C. Harsanyi, « Bayesian Decision Theory and Utilitarian Ethics » (1978) 68 *The American Economic Review* 223 à la p 223 (l'éthique utilitariste et le concept de pleine rationalité sont le résultat d'une combinaison de la conception bayésienne de la rationalité et de l'optimum de Pareto).

[785] Vernon L. Smith, « Behavioral Economics Research and the Foundations of Economics » (2005) 34 *The Journal of Socio-Economics* 135 à la p 136.

[786] John Broome, « Does Rationality Gives Us Reasons? » (2005) 15 *The Philosophical Issues* 321 à la p 322.

[787] Colin F. Camerer et Ernst Fehr, « When Does Economic Man Dominate Social Behavior? » (2006) 311:5757 *Science* 47 à la p 47.

[788] Herbert A. Simon, *Reason in Human Affairs*, Stanford, Stanford University Press, 1983 à la p 19.

de la rationalité de l'action. Selon cet idéal, l'agent économique rationnel est celui qui agit en fonction d'un système de préférences stables et de calculs statistiques dans le but de maximiser son utilité[789]. Dès lors, les préférences de l'agent constituent les motifs d'une décision économique rationnelle puisque l'optimisation de l'utilité personnelle est elle-même un objectif rationnel. Pareillement, la recherche constante de la maximisation de l'utilité ou du profit est jugée rationnelle[790]. Néanmoins, l'hypothèse de pleine rationalité dans la prise de décision économique ne reflète pas la réalité des comportements. La pleine rationalité est de l'ordre d'un idéal puisque les limites objectives à la connaissance, les contraintes à l'action ou la diversité d'expériences de vie et de consciences rendent impossible sa réalisation. Par conséquent, le constat de l'éloignement des comportements réels de l'hypothèse de pleine rationalité des agents économiques est étendu, systématique et fondamental et oblige à recourir à un concept de rationalité plus sophistiqué, celui de la rationalité limitée[791].

Le modèle de la rationalité limitée illustre l'impossibilité pour les agents de prendre des décisions optimales compte tenu de l'environnement complexe et instable au sein duquel ils évoluent. L'hypothèse de rationalité limitée et ses conséquences en termes de contractualisation imparfaite soulignent l'importance des coûts liés à l'acquisition et au traitement de l'information[792]. De même, elle intègre la problématique des limites cognitives de l'agent et de l'absence de conformité dans la pensée et la perception humaine quant aux mêmes informations[793]. Ainsi, elle appréhende plus adéquatement et fidèlement les perceptions des agents qui opèrent dans la sphère économique[794]. À cet aspect substantiel de la rationalité

---

[789] Herbert A. Simon, « A Behavioral Model of Rational Choice » (1955) 69 *The Quarterly Journal of Economics* 99 à la p 101.

[790] Gary S. Becker, « Irrational Behavior and Economic Theory » (1962) 70 *Journal of Political Economy* 1 à la p 1.

[791] Amos Tversky et Daniel Kahneman, « Rational Choice and the Framing of Decisions » (1986) 59 *The Journal of Business* 251 à la p 273 ; Alexander Rajko, *Behavioural Economics and Business Ethics: Interrelations and Applications*, New York, Routledge, 2012 à la p 61.

[792] George Stigler, « The Economics of Information » (1961) 69 *Journal of Political Economy* 213.

[793] Kenneth E. Scott, « Bounded Rationality and Social Norms: Concluding Comment » (1994) 150 *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 315 à la p 318.

[794] Herbert A. Simon, « A Behavioral Model of Rational Choice » (1955) 69 *The Quarterly Journal of Economics* 99–118 ; Daniel McFadden, « Rationality for Economists? » (1999) 19 *The Journal of Risk and Uncertainty* 73 ; Reinhard Selten, « Features of Experimentally Observed Bounded Rationality » (1998) 42 *European Economic Review* 413 à la p 414.

s'ajoute un aspect instrumental :

> We must give an account not only of substantive rationality—the extent to which appropriate courses of action are chosen—but also procedural rationality—the effectiveness, in light of human cognitive powers and limitations, of the procedures used to choose actions. As economics moves out toward situations of increasing cognitive complexity, it becomes increasingly concerned with the ability of actors to cope with the complexity, and hence with the procedural aspects of rationality[795].

Dans sa dimension instrumentale, la rationalité limitée se manifeste en pratique au travers d'une rationalité procédurale, où les moyens plus que les résultats font l'objet d'une attention particulière[796].

En économie des organisations, les théories des coûts de transactions[797] et des contrats incomplets[798] ont pour objet la compréhension des choix contractuels en termes de contrats incomplets. La théorie des contrats incomplets, développée par Oliver Hart et Sandford Grossman a permis d'identifier les problèmes spécifiques de l'organisation sous l'angle de l'économie des coûts de transactions[799]. L'enjeu fondamental du modèle des contrats incomplets est que les parties peuvent avoir une motivation à ne pas s'engager lorsqu'il ne leur est pas possible de prévoir certaines situations sans prendre d'engagements supplémentaires et coûteux pour l'exécution de l'obligation initiale[800]. L'incomplétude contractuelle n'a pas la même origine dans la théorie des coûts de transaction que dans celle des contrats incomplets[801]. Dans la première, elle provient des limites cognitives des agents, c'est-à-dire à l'impossibilité de tout

---

[795] Herbert A. Simon, « Rationality as Process and as Product of Thought » (1978) 68 *The American Economic Review* 1 à la p 9.

[796] Alexander Rajko, *Behavioural Economics and Business Ethics: Interrelations and Applications*, New York, Routledge, 2012 à la p 62.

[797] Oliver Williamson, « Transaction Cost Economics and the Carnegie Connection » (1996) 31 *Journal of Economic Behavior and Organization* 149 à la p 152.

[798] Nicolai J. Foss, « Bounded Rationality in the Economics of Organization: "Much Cited and Little Used" » (2003) 24 *Journal of Economic Psychology* 245 à la p 252.

[799] Sandford J. Grossman et Oliver Hart, « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration » (1986) 94 *Journal Political of Economy* 691 ; Oliver Hart et John Moore, « Property Rights and the Nature of the Firm » (1990) 98 *Journal of Political Economy* 1119.

[800] Oliver Williamson, « Transaction Cost Economics and the Carnegie Connection » (1996) 31 *Journal of Economic Behavior and Organization* 149 à la p 152.

[801] M'Hand Farès et Stéphane Saussier, « Coûts de transaction et contrats incomplets » (2002) 16 *Revue française d'économie* 193 à la p 197.

prévoir contractuellement, et des limites institutionnelles qui limitent les engagements des parties. Dans la seconde, la rationalité limitée des agents est un critère périphérique à la relation. En effet, l'incomplétude peut ainsi provenir soit des coûts de transaction associés à la rédaction des clauses contractuelles[802], soit de la non-vérifiabilité par une tierce partie de l'information observable par les deux parties[803]. Dès lors, dans la théorie des contrats incomplets, la rationalité limitée est d'importance moindre que dans la théorie des coûts de transaction puisque c'est la non-vérifiabilité par un tiers, en l'occurrence le juge, qui est problématique[804]. En effet, par manque de connaissances ou de disponibilité de l'information, celui-ci ne sera pas en mesure de déterminer ce à quoi les parties se sont volontairement engagées[805].

Compte tenu de la rationalité limitée et de l'opportunisme des agents, ces théories prescrivent la mise en place de mécanismes d'arbitrage et de renégociation en cas de conflits liés au contrat[806]. Par ailleurs, le contrat doit également prévoir la mise en place d'incitations et de sanctions pour le respect et le non-respect du contrat[807]. À ce propos, la théorie des incitations insiste particulièrement sur le rôle des modes de rémunération. En effet, selon Jean Tirole, la rémunération fixe est une incitation à l'investissement dans les actifs spécifiques alors que la part variable est une incitation à l'effort[808].

La dimension du contrôle et de l'incitation est également au cœur de la théorie de

---

[802] Sanford J. Grossman et Oliver D. Hart, « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration » (1986) 94 *The Journal of Political Economy* 691 à la p 698.

[803] Sanford J. Grossman et Oliver D. Hart, « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration » (1986) 94 *The Journal of Political Economy* 691 à la p 691 ; Oliver Hart et John Moore, « Incomplete Contracts and Renegotiation » (1988) 56 *Econometrica* 755 à la p 761 ; Oliver Hart, *Firms, Contracts, and Financial Structure*, New York, Clarendon Press, 1995 aux pp 71–78.

[804] Oliver Hart, « Is "Bounded Rationality" an Important Element of a Theory of Institutions? » (1990) 146 *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 696 à la p 698.

[805] Éric Brousseau et M'hand Fares, « Incomplete Contract Theory and New Institutional Economics Approaches to Contracts: Substitutes or Complements » dans Claude Ménard, dir, *Institutions, Contracts, and Organizations: Perspectives from New Institutional Economics*, Aldershot, Edward Elgar, 2000, 399 à la p 405.

[806] Oliver Hart et John Moore, « Incomplete Contracts and Renegotiation » (1988) 56 *Econometrica* 755 à la p 757.

[807] Eric Brousseau, « L'approche néo-institutionnelle des coûts de transaction » (1989) 4 *Revue française d'économie* 123 à la p 128 ; Éric Brousseau et M'hand Fares, « Incomplete Contract Theory and New Institutional Economics Approaches to Contracts: Substitutes or Complements » dans Claude Ménard, dir, *Institutions, Contracts, and Organizations: Perspectives from New Institutional Economics*, Aldershot, Edward Elgar, 2000, 399.

[808] Jean Tirole, *The Theory of Industrial Organization*, Cambridge, The MIT Press, 1988 à la p 40.

l'agence[809]. Toutefois, les mécanismes de contrôle et d'incitation sont imparfaits et impliquent eux aussi des coûts. De plus, selon les approches, la prédominance accordée aux mécanismes de contrôle et d'incitation a laissé peu de place au développement d'alternatives pour accompagner la relation entre l'agent et le principal. Cette dynamique incitative a minimisé le rôle de la confiance, des valeurs et des normes sociales dans la détermination des comportements organisationnels [810]. Ainsi, l'éthique permet d'envisager des solutions alternatives et complémentaires aux réponses traditionnelles proposées pour l'efficience des relations contractuelles. En ce sens, elle est conforme à la conception économique de la société et s'intègre parfaitement aux rapports contractuels. Puisque la rationalité limitée et l'opportunisme sont indissociables de toute relation contractuelle dans la société[811] et qu'ils nuisent à son efficience [812], la formulation de normes éthiques doit nécessairement s'accommoder du particularisme de la relation d'agence. En ce sens, elles doivent permettre de limiter ou d'empêcher les comportements opportunistes et les biais comportementaux qui nuisent à la création de valeur et à l'objectif de maximisation.

SECTION 2. — L'ÉTHIQUE APPLIQUÉE AU CONTRAT

En faisant le lien entre les fondements de l'éthique des affaires et les normes essentielles au bon fonctionnement de la relation contractuelle, l'éthique appliquée permet la formulation d'une norme générale de coopération. Elle fait ainsi la jonction entre deux logiques normatives, la normativité juridique et la normativité sociale, et justifie une approche renouvelée en matière de rémunération du dirigeant.

---

[809] Kenneth J. Arrow, « The Economics of Agency » dans John W. Pratt et Richard Zeckhauser, dir, *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, Harvard Business School Press, 1985, 37 aux pp 37–51 ; Kathleen M. Eisenhardt, « Agency Theory: An Assessment and Review » (1989) 14 *The Academy of Management Review* 57 ; Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305.

[810] Joseph Heath, « Business Ethics without Stakeholders » (2006) 16 *Business Ethics Quarterly* 533 à la p 539.

[811] Oliver E. Williamson, « Transaction Cost Economics Meets Posnerian Law and Economics » (1993) 149 *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 99 à la p 102.

[812] Ralph D. Stacey, « The Science of Complexity: An Alternative Perspective for Strategic Change Processes » (1995) 16:6 *Strategic Management Journal* 477 à la p 491, reproduit dans David O. Faulkner, dir, *Strategy. Critical Perspectives on Business and Management*, vol 4, New York, Routledge, 2002, 3 à la p 11 ; Ralph D. Stacey, « The Science of Complexity: An Alternative Perspective for Strategic Change Processes » (1995) 16:6 *Strategic Management Journal* 477 à la p 491.

Sous-section 1. — Le mécanisme extra-légal de coopération

Les normes éthiques sont enracinées à la fois dans les pratiques institutionnelles et le droit des sociétés. La nature ouverte de cet ensemble normatif contribue à produire des normes adaptées au particularisme de la relation d'agence.

Paragraphe 1. — Le rôle du droit et du contrat

Prenant appui sur la théorie de l'agence, la gouvernance des sociétés par actions se préoccupe des relations entre individus aux intérêts divergents et aux modalités d'incitation de l'agent à agir dans l'intérêt de la société. Dès lors, il nous semble qu'une bonne gouvernance a été à tort réduite aux instruments de contrôle, d'incitation financière et de surveillance[813]. Nous pensons que cette conception de la gouvernance empêche la prise en compte de considérations et de normes de nature éthique qui pourraient enrichir la rationalité procédurale quant aux problèmes de gouvernance, notamment en matière de rémunération. En réduisant de la sorte la complexité des comportements économiques, la théorie de l'agence tend à ignorer d'autres éléments qui sont susceptibles d'influer sur la conduite de l'agent, son pouvoir discrétionnaire et sa prise de décision.

L'approche de Herbert Simon en matière d'économie comportementale permet de prendre en compte l'importance d'autres paramètres pour une prise de décision optimale. Alors que les mécanismes de la théorie de l'agence demeurent pertinents, d'autres perspectives théoriques offrent des explications alternatives et complémentaires aux comportements des agents. Ainsi, une partie de la littérature en théorie des organisations est consacrée au rôle de la confiance dans les organisations et souligne son importance pour la coopération dans les relations au sein de la firme[814].

---

[813] Frédéric Grotino et Jean-François Gaudreault-DesBiens, « La comparaison de l'efficacité des systèmes juridiques et la résilience des canevas de raisonnement : le cas du droit des sociétés par actions » dans Pierre-Emmanuel Moyse dir, *Quelle performance ? De l'efficacité sociale à l'entreprise citoyenne*, Montréal, Thémis, 2013, 187.

[814] James S. Coleman, *Foundations of Social Theory*, Cambridge, Harvard University Press, 1994 à la p 175 et s ; Francis Fukuyama, *Trust: The Social Virtues and The Creation of Prosperity*, New York, Free Press, 1996 aux pp 23–32 ; Roderick M. Kramer et Tom R. Tyler, *Trust in Organizations: Frontiers of Theory and Research*, Thousand

Dans un contexte de rationalité limitée et d'absence de garanties juridiques complètes, la confiance permet une réduction des coûts de transaction[815]. Elle œuvre comme substitut aux mécanismes de contrôle et de coordination par le biais de règles éthiques[816]. Dans le contexte corporatif, la confiance est une croyance, individuelle ou collective, selon laquelle un individu ou un groupe d'individus « makes good-faith efforts to behave in accordance with any commitments both explicit or implicit, (…) is honest in whatever negociations proceeded such commitments, and (…) does not take excessive advantage of another even when the opportunity is avalaible »[817]. Nonobstant l'incomplétude contractuelle, la confiance facilite donc la contractualisation des relations et le respect d'engagements réciproques[818]. Le rôle de la confiance dans la coopération des agents économiques peut être interprété de différentes manières[819]. Premièrement, la confiance peut s'interpréter comme la manifestation d'une série de normes sociales parmi lesquelles figurent la réciprocité, la coopération, l'équité, la loyauté et l'honnêteté[820]. Deuxièmement, la confiance peut être interprétée in situ dans le cadre de la relation du dirigeant avec la société et ses actionnaires. Dans ce cas, la confiance se manifeste par des obligations concrètes. Et troisièmement, la confiance s'analyse comme le résultat d'une

---

Oaks, Sage, 1996 ; Daniel J. McAllister, « Affect- and Cognition-Based Trust as Foundations for Interpersonal Cooperation in Organization » (1995) 38 *Academy of Management Journal* 24.

[815] Oliver E. Williamson, « Calculativeness, Trust, and Economic Organization » (1993) 36 *Journal of Law and Economics* 453 à la p 463 et s ; Thomas M. Jones, « Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics » (1995) 20 *The Academy of Management Review* 404 à la p 422 ; Thomas M. Jones et Will Felps, « Shareholder Wealth Maximization and Social Welfare: A Utilitarian Critique » (2013) 23 *Business Ethics Quarterly* 207 aux pp 218–219 ; Margaret M. Blair et Lynn A. Stout, « A Team Production Theory of Corporate Law » (1999) 85 *Virginia Law Review* 248 à la p 264 ; Avner Grief, « Reputational and Coalitions in Medieval Trade: Evidence on The Maghribi Traders » (1989) 49 *The Journal of Economic Hystory* 857 à la p 858.

[816] Andrea Larson, « Network Dyads in Entrepreneurial Settings: A Study of the Governance of Exchange Relationships » (1992) 37 *Administrative Science Quarterly* 76 à la p 84.

[817] Philipp Bromiley et Larry L. Cummings, « Transaction Costs in Organizations with Trust » dans Roy J. Lewicki, Robert J. Bies et Blair H. Sheppard, dir, *Research on Negotiation in Organizations*, vol 5, Greenwich, JAI Press, 1996, 219 aux pp 223–224.

[818] Diego Gambetta, « Can We Trust Trust? » dans Diego Gambetta, dir, *Trust: Making and Breaking Cooperative Relations*, New York, Blackwell, 1988, 213 à la p 217 ; Pascal Billan, « Rationalité et coopération : le rôle de la confiance en économie » (1998) 84 *Revue d'économie industrielle* 67 à la p 67.

[819] Todd H. Chiles et John F. McMackin, « Integrating Variable Risk Preferences, Trust, and Transaction Cost Economics » (1996) 21 *The Academy of Management Review* 73 à la p 84.

[820] John K. Butler, « Toward Understanding and Measuring Conditions of Trust: Evolution of a Conditions of Trust Inventory » (1991) 17 *Journal of Management* 643 à la p 648 ; Jeffrey L. Bradach et Robert G. Eccles, « Price, Authority, and Trust: From Ideal Types to Plural Forms » (1989) 15 *Annual Review of Sociology* 97 à la p 105.

rationalité économique. En effet, sous l'angle de la théorie des jeux et du dilemme du prisonnier, les parties ont intérêt à collaborer et donc à se faire confiance notamment lorsqu'elles peuvent être appelées à collaborer de nouveau[821]. La confiance est ainsi une exigence qui permet d'atténuer la crainte que l'un des contractants agisse de manière opportuniste[822]. Elle favorise par ailleurs l'efficience et la rapidité des décisions prises puisqu'elle permet de contracter autour de l'opportunisme et de la rationalité limitée des parties[823]. Elle implique donc dans la relation d'agence que l'agent fait sien l'intérêt du principal afin de ne pas malmener le processus de coopération.

Compte tenu de l'opportunisme et de la rationalité des agents dans la société, la structure de gouvernance s'articule autour d'une rationalité procédurale où les moyens déployés lors de la prise de décision importent plus que les résultats obtenus et visés. Dès lors, la procédure décisionnelle permet de dépasser une analyse utilitariste, axée sur les résultats, et permet d'insister sur l'aspect déontologique, axé sur les moyens. En ce sens, la conformité à des normes sociales, comme la confiance, et à des normes juridiques, telles que la loyauté ou à toute autre norme morale, est une forme de contrainte déontologique. Eu égard à la spécificité du statut du dirigeant et à l'étendue de ses prérogatives, les normes éthiques de nature déontologique traitent de problématiques relatives au statut et aux devoirs du dirigeant d'entreprise. Dans la mesure où la relation d'agence repose largement sur la coopération volontaire, de telles normes assurent un degré minimal de confiance et de contrainte morale[824]. Néanmoins, on ne saurait limiter une éthique de la coopération à des règles déontologiques ou à un régime de responsabilité des dirigeants et administrateurs sanctionné par les tribunaux. En effet, nombre d'actes et de comportements peuvent porter atteinte à la confiance dans la relation d'agence, mais également

---

[821] Robert Axelrod, *The Evolution of Cooperation*, New York, Basic Books, 1984 à la p 126.

[822] Jeffrey L. Bradach et Robert G. Eccles, « Price, Authority, and Trust: From Ideal Types to Plural Forms » (1989) 15 *Annual Review of Sociology* 97 à la p 104.

[823] Todd H. Chiles et John F. McMackin, « Integrating Variable Risk Preferences, Trust, and Transaction Cost Economics » (1996) 21 *The Academy of Management Review* 73 à la p 85 ; W. E. Douglas Creed et Raymond E. Miles, « Trust in Organizations: A Conceptual Framework Linking Organizational Forms, Managerial Philosophies, and the Opportunity Costs of Controls » dans Roderick M. Kramer et Tom R. Tyler, dir, *Trust in Organizations: Frontiers of Theory and Research*, Thousands Oaks, Sage, 1996, 16 ; Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, *Analyse économique du droit*, 2e éd, Montréal, Thémis, 2008.

[824] Paul Milgrom et John Roberts, *Economics Organization and Management*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1992 aux pp 167–197.

à celle dont elle bénéficie sur le marché sans pour autant entrer dans le champ des obligations fiduciaires. Enfin, toute perte de confiance revêt un enjeu financier puisqu'elle va se traduire par une augmentation du coût du capital. Autrement dit, à la méfiance à l'égard de la société et de son équipe dirigeante va succéder un sentiment de crainte des investisseurs auquel il va falloir répondre souvent par l'octroi de garanties supplémentaires afin qu'ils acceptent ce qu'ils peuvent percevoir comme une part de risque supplémentaire liée à leur investissement.

Le régime général de responsabilité des administrateurs et des dirigeants imposé par la législation en droit des sociétés permet de sanctionner et de réparer des abus flagrants qui pourraient résulter de la discrétion managériale des dirigeants[825]. Cependant, la portée des obligations fiduciaires et la règle du jugement d'affaires ne permettent une contestation judiciaire au regard des normes de conduites que dans les cas manifestement contraires à l'intérêt social[826]. En dépit de leur spectre limité, les devoirs fiduciaires demeurent des fondements aux normes éthiques. La capacité des agents à agir de manière opportuniste ou à refréner leur intérêt personnel est fonction de nombreuses circonstances propres à l'individu, au contexte institutionnel et à sa culture personnelle. Les normes et les valeurs qui sont partagées par une organisation et une communauté, tout comme la capacité des individus à subordonner leurs intérêts personnels à celui d'un groupe, permettent de réduire les coûts d'agence. La confiance, la loyauté, l'honnêteté supposent chez les agents économiques des dispositions éthiques qui dépassent le postulat d'égoïsme et le modèle de la maximisation de l'utilité personnelle. Au-delà de la diminution des coûts de transaction, ces dispositions éthiques s'inscrivent dans une logique d'efficience du système de gouvernance. Il existe donc un argument économique clair en faveur du comportement éthique. Nous pensons qu'une réduction efficace des pertes de coopération dues aux conflits d'intérêts passe par le recours à des éléments de la culture contractuelle. Ce sont ces éléments, implicites, mais indispensables, qui peuvent pour partie réguler la conduite des agents économiques. En effet, puisque la discipline fiduciaire n'opère que pour les cas les plus flagrants, d'autres motifs doivent nécessairement guider la

---

[825] Robert C. Clark, « Agency Cost versus Fiduciary Duties » dans John W. Pratt et Richard Zeckhauser, dir, *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, Harvard Business School Press, 1985, 55 à la p 71 et s.
[826] Voir *supra* chapitre 2.

conduite des agents. Autrement dit, la loi n'est pas le seul mécanisme qui encadre la conduite des dirigeants pour qu'ils agissent de manière responsable. D'autres contraintes pèsent sur les dirigeants pour qu'ils accomplissent leur mission du mieux possible[827].

Le développement de règles applicables à l'entreprise ne peut pas être séparé de la question des normes éthiques et des processus judiciaires. En effet, l'activité des cours et des tribunaux tout comme l'office des juges sont primordiaux dans un système de common law. En ce sens, l'idée de contrôle social dans la théorie de J. R. Commons est fondamentale puisque :

> La jurisprudence est [pour Commons] une source de données pour comprendre le fonctionnement du contrôle social, source largement ignorée par les économistes, alors qu'elle contient des notions, de transactions et de règles, pertinentes quand on s'intéresse aux pratiques réelles régulant les comportements[828].

Les normes éthiques propres au contexte corporatif et aux agents dans l'enceinte de la société par actions visent à rendre plus lisibles les obligations implicites qui pèsent sur les dirigeants. Sous cet angle, cette éthique a un aspect professionnel puisqu'elle vise à articuler une série de normes implicites, mais attendues dans les rapports contractuels et dans la gestion de la société. Étant donné que le dirigeant est le plus à même de fournir l'effort que nécessite la réalisation de la tâche qui lui incombe, il doit à la fois être fiable et digne de confiance. Selon nous, tout mécanisme susceptible de promouvoir l'esprit de collaboration et la confiance contribue à circonscrire l'aléa moral de la relation d'agence. C'est dire également que des mécanismes axés sur l'incitation financière et la sanction judiciaire ne peuvent suffire seuls au maintien d'une relation optimale entre des parties qui ne sont pas en situation d'égalité. Par exemple, comme nous le verrons dans le chapitre suivant, l'élaboration d'un contrat de rémunération est une opération complexe dont les incidences sur la performance financière de la société sont difficilement évaluables. S'ajoutent à cela les difficultés liées à l'observation des

---

[827] Lynn Stout, « On the Proper Motives of Corporate Directors (Or, Why You Don't Want to Invite Homo Economicus to Join Your Board) » (2003) 28 *The Delaware Journal of Corporate Law* 1 aux pp 8–9.

[828] Laure Bazzoli, *Action collective, travail, dynamique du capitalisme : fondements et actualité de l'économie institutionnaliste de J.R. Commons*, thèse de doctorat en sciences économiques, Université Lyon 2, 1994 [non publiée] à la p 82, tel que cité dans Marie-Claire Villeval et Thierry Kirat, « Chapitre 3 – L'insaisissable entreprise de l'économie et du droit. Débats autour de l'entreprise, du contrat, de l'institution » dans *Entreprise, institution et société* (juillet 1995) Direction de l'Animation de la Recherche des Etudes et des Statistiques du Ministère du Travail Document de travail DARES/ MARI JS/ 80-95 à la p 57.

efforts fournis par l'agent et leur corrélation avec la performance financière. Soulignons également que le développement d'une approche incitative exclusivement financière génère des biais comportementaux chez l'agent, tel que le « framing effect », qui se traduit par une déloyauté des agents et une dépendance aux mécanismes de contrôle[829]. Autrement dit, les implications de la théorie de l'agence sur les postulats comportementaux et le rôle des incitations amoindrissent le potentiel normatif et régulateur que peuvent revêtir des contraintes d'ordre éthique. En conséquence, si on considère que les coûts d'agence et les problèmes d'action collective ne relèvent pas exclusivement de ces mécanismes, mais qu'ils relèvent également de normes éthiques, alors il est possible que les agents soient moins enclins à agir de manière opportuniste et non coopérative. De la même manière, cela aurait pour effet de les priver de la possibilité de rationaliser un comportement non éthique.

Paragraphe 2. — La normativité sociale

Un des exemples de l'interaction fonctionnelle entre le droit et les normes sociales provient de la théorie économique. D'abord centrée sur la résolution des différends informels entre voisins, l'école de pensée du Droit et des normes sociales offre, en des termes économiques, de nouvelles justifications aux comportements collectifs[830]. En effet, l'intérêt porté à la norme sociale est venu de la nécessité d'expliquer des comportements qui n'étaient pas cohérents avec le postulat classique de maximisation de l'utilité[831]. L'analyse économique du droit explique la conformité du comportement social en termes de jeux de coopération, notamment en un dilemme du prisonnier qui se répète[832]. Dans cette perspective, la norme sociale a pour fonction de faciliter les comportements coopératifs et par la même faire échec à

---

[829] John Boatright, *Ethics in Finance*, Oxford, Blackwell, 1999 à la p 48 ; Gregory Dees, « Principals, Agents and Ethics » dans Norman E. Bowie et R. Edward Freeman, dir, *Ethics and Agency Theory*, Oxford, Oxford University Press, 1992, 25 à la p 35.

[830] Robert C. Ellickson, *Order Without Law: How Neighbors Settle Disputes*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 à la p 187.

[831] David Charny, « Illusions of Spontaneous Order: "Norms" in Contractual Relationship » (1996) 144 *University of Pennsylvania Law Review* 1841 à la p 1843.

[832] Robert C. Ellickson, *Order Without Law: How Neighbors Settle Disputes*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 à la p 164.

toute situation d'incertitude présente dans la relation d'agence[833]. D'un point de vue économique, la situation visée est celle de l'opportunisme du dirigeant. L'impossibilité de régir en termes complets la relation contractuelle du dirigeant avec la société, oblige la mise en place de mécanismes légaux et extra-légaux garantissant la primauté de l'intérêt de la société tout en préservant la valeur créée[834].

Le droit des sociétés met ainsi à disposition les instruments légaux pour réguler le comportement des agents, notamment en instaurant un régime d'obligations fiduciaires qui sanctionne les conduites non coopératives et destructrices de valeur les plus flagrantes. De plus, la législation sur les sociétés par actions et la jurisprudence relative aux obligations fiduciaires énoncent des valeurs essentielles aux gens d'affaires et au contexte corporatif. Ainsi, ces valeurs dessinent une morale des affaires dont l'objet est la préservation et la promotion de la coopération dans les rapports contractuels. Les normes sociales ont donc un rôle important à jouer. La norme sociale correspond à toute règle ou pratique qui font naître sur celui sur lequel elles pèsent un sentiment d'obligation ou d'adhésion, conscient ou inconscient[835]. Elles jouent le rôle de symboles à partir desquels les agents déterminent s'ils vont coopérer. De même, elles témoignent d'une conformité à une norme générale de coopération[836]. Cette norme offre une visibilité au comportement coopératif puisqu'elle alerte les parties de la crédibilité des informations qui fondent leurs relations contractuelles. En effet, comme l'a souligné Eric Posner, les normes sociales sont un ensemble d'actes rationnels qui signalent aux autres qu'ils sont de bons joueurs dans le jeu coopératif[837]. C'est là la source de la norme sociale qui permet à l'agent d'informer son cocontractant qu'il valorise suffisamment le futur pour s'abstenir

---

[833] Eric A. Posner, « Law and Social Norms: The Case of Tax Compliance » (2000) 86 *Virginia Law Review* 1781 aux pp 1781–1819.

[834] Robert Cooter, « The Theory of Market Modernization of Law » (1996) 16 *International Review of Law and Economics* 141 à la p 150 ; Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, The Free Press, 1985 à la p 47 (Oliver E. Williamson définit l'opportunisme comme « la recherche dissimulée de son propre intérêt »).

[835] Melvin A. Eisenberg, « Corporate Law and Social Norms » (1999) 99 *Columbia Law Review* 1253 à la p 1257.

[836] Eric A. Posner, « Symbols, Signals and Social Norms in Politics and the Law » (1998) 27 *The Journal of Legal Studies* 765 à la p 767.

[837] Eric A. Posner, *Law And Social Norms*, Cambridge, Harvard University Press, 2000 à la p 15 ; Steven A. Hetcher, « Cyberian Signals » (2002) 36 *University of Richmond Law Review* 327 à la p 328.

d'adopter un comportement qui nuirait à la pérennité de la relation contractuelle[838]. Cette signalisation offerte par la norme sociale revêt un intérêt primordial lorsque le contrat lui-même ne peut être rédigé en termes complets. Autrement dit, la norme sociale supplée à l'incomplétude contractuelle et permet de minimiser les conséquences néfastes des comportements opportunistes sur les processus contractuels et d'échanges.

Le pouvoir normatif de la norme sociale est d'autant plus fort lorsqu'elle est internalisée par l'agent, c'est-à-dire qu'elle permet à l'agent de se critiquer ou d'être critiqué par les autres[839]. La norme est internalisée lorsque l'individu l'assume d'une manière telle qu'elle forge la conception personnelle de sa fonction, altérant ainsi ce qu'il estime être son intérêt personnel[840]. Pour l'agent, le caractère obligatoire de la norme dérive soit de la crainte de sanctions externes, soit de la volonté d'en tirer des bénéfices personnels, transformant la norme en un motif pour agir. Pour cela, encore faut-il que la norme sociale soit partagée par plusieurs personnes et soit sujette à l'approbation ou la désapprobation collective[841]. Classiquement, le raisonnement relatif au caractère obligatoire d'une norme est fait en termes de coûts et de bénéfices[842]. Pour la norme sociale, la justification est autre. En effet, ce sont les sentiments de culpabilité, de gêne, de confusion et d'inquiétude qui vont renforcer le caractère normatif d'une telle norme. Elle déclenche des émotions et éloigne l'agent d'un comportement économiquement rationnel[843]. De la même façon, la disponibilité de ces sanctions ainsi que la crainte de diatribes dommageables et d'ostracisme social contribuent à diminuer le risque d'opportunisme des agents[844].

---

[838] Richard H. McAdams, « Signaling Discount Rates: Law, Norms, and Economic Methodology (reviewing Eric A. Posner, *Law and Social Norms* [2000]) » (2001) 110 *Yale Law Journal* 625 à la p 627.

[839] Melvin A. Eisenberg, « Corporate Law and Social Norms » (1999) 99 *Columbia Law Review* 1253 à la p 1257.

[840] Robert Cooter, « Self-Control and Self-Improvement for the "Bad Man" of Holmes » (1998) 78 *Boston University Law Review* 903 à la p 914.

[841] Jon Elster, « Social Norm and Economic Theory » (1989) 3 *Journal of Economic Perspectives* 99 aux pp 99–100.

[842] Kaushik Basu, « Social Norm and the Law » (1998) 3 *New Pelgrave Encyclopedia of Law and Economics* 476 à la p 477.

[843] Jon Elster, « Social Norm and Economic Theory » (1989) 3 *Journal of Economic Perspectives* 99 à la p 100 (« Social norms have a grip on the mind that is due to the strong emotions they can trigger »).

[844] Edward B. Rock et Michael L. Watcher, « The Enforcability of Norms and the Employment Relationship » (1996) 144 *University of Pennsylvania Law Review* 1913 à la p 1931 ; Lisa Bernstein, « Opting Out of the Legal System: Extralegal Contractual Relations in the Diamond Industry » (1992) 21 *The Journal of Legal Studies* 115 à la p 133.

La normativité sociale intervient largement dans la gouvernance des sociétés par actions. Elle y prend ainsi la forme d'une norme de coopération. En droit des sociétés, ces normes sociales sont orientées à la fois par les moyens qu'elles nécessitent et les résultats qu'elles produisent. On pense ainsi au principe de maximisation de la richesse clairement utilitariste ou aux devoirs fiduciaires qui énoncent des impératifs déontologiques. Toutefois, cela ne signifie pas pour autant que la norme sociale exclut tout recours à une logique utilitariste. Ainsi, le sentiment d'obligation à la norme sociale est le produit de plusieurs facteurs : la culpabilité, la droiture ou encore les coûts d'adhésion ou de non-adhésion. On peut légitimement prévoir qu'une fois la norme internalisée, celle-ci s'appliquera de manière automatique et machinale sans qu'elle fasse l'objet d'un questionnement récurrent par l'agent. La normativité sociale permet d'expliquer des comportements d'agents qui ne sont l'objet d'aucune sanction juridique, mais qui sont l'objet de sanctions sociales. Ainsi, la menace de sanctions extra-légales peut agir comme mécanisme incitatif pour des comportements spécifiques. Dans notre cas, la norme de coopération, couplée à des sanctions sociales, peut favoriser les comportements coopératifs en stigmatisant les conduites opportunistes[845].

Dans un environnement coopératif, la norme sociale permet d'accroître la productivité, notamment parce que les individus les plus coopératifs jouiront d'un avantage sur ceux qui le sont moins. Par exemple, l'agent qui fait preuve de loyauté à l'égard du principal accroît la productivité de la relation d'agence en réduisant les coûts de surveillance[846]. De plus, la norme renforce la coopération dans la relation contractuelle avec l'agent. En effet, de tels contrats de longue durée impliquent des obligations qui ne sont pas précisément définies. Par conséquent, les parties au contrat peuvent agir de manière opportuniste ou considérer comme opportunistes les transactions passées par une des parties. Dans cet environnement incertain, les parties ont tout intérêt à intégrer une norme qui garantit leur coopération par la menace d'une poursuite pour rupture du contrat, d'une action en responsabilité ou encore par une norme extra-légale

---

[845] David Charny, « Illusions of a Spontaneous Order: "Norms" in Contractual Relationships » (1996) 144 *University of Pennsylvania Law Review* 1841 à la p 1844.

[846] Robert Cooter, « Self-Control and Self-Improvement for the "Bad Man" of Holmes » (1998) 78 *Boston University Law Review* 903 aux pp 904–905.

permettant de préciser les actions qui sont acceptables et celles qui ne le sont pas[847].

La sanction de la norme extra-légale prend la forme d'un avantage qui fait office de lien qui sera perdu lorsque les parties n'auront pas respecté leurs obligations[848]. En effet, tout comportement non coopératif peut entraîner la fin de la relation contractuelle et par la même la perte des bénéfices que l'agent opportuniste aurait pu en retirer. La relation contractuelle reprend ainsi une teneur sociale puisque l'agent non coopératif pourra supporter un coût social interne (déception, humiliation, regret) et un coût social externe (ostracisme)[849]. Comme le rappelle René Demogue, « les contrats forment une sorte de microcosme. C'est une petite société où chacun doit travailler dans un but commun »[850]. Ainsi, le contrat a une véritable utilité sociale qui implique la sincérité, la coopération, l'association, la collaboration et la solidarité. Par conséquent, le contrat est « le creuset d'une communion d'intérêts » qui regorge de valeurs éthiques où « l'altruisme, la patience, le respect mutuel, l'indulgence, le sens de la mesure, la cohérence, l'entraide, la tolérance et d'autres vertus encore constituent un code de bonne conduite, une éthique que chaque contractant doit respecter dans l'univers contractuel »[851].

La normativité sociale permet au droit des sociétés de conserver sa flexibilité en permettant la régulation des comportements corporatifs sans qu'il soit nécessaire de recourir à la norme et à la sanction juridiques stricto sensu. Effectivement, contrairement à la norme juridique, la validité de la norme sociale dépend d'une part de sa capacité à délimiter les comportements acceptables et, d'autre part, à proposer des sanctions alternatives non juridiques. Par ailleurs, si elle devient un élément pour apprécier la conduite de l'agent, elle fera a priori l'objet d'une meilleure internalisation par celui-ci. Ainsi, une conduite marginale peut devenir une conduite communément répandue[852]. En effet, pour une partie de la doctrine, les dirigeants

---

[847] Lisa Berstein, « Merchant Law in a Merchant Court: Rethinking the Code's Search for Immanent Business Norms » (1996) 144 *University of Pennsylvania Law Review* 1765 à la p 1812.

[848] David Charny, « Nonlegal Sanctions in Commercial Relationships » (1990) 104 *Harvard Law Review* 373 aux pp 392–393.

[849] Jason Scott Johnson, « The Statute of Frauds and Business Norms: A Testable Game-Theoretic Model » (1996) 144 *University of Pennsylvania Law Review* 1859 à la p 1874.

[850] René Demogue, *Traité des obligations en général*, tome 6, Paris, Libraire Arthur Rousseau, 1931 à la p 3.

[851] Denis Mazeaud, « Loyauté, solidarité, fraternité : la nouvelle devise contractuelle ? » dans *L'avenir du droit. Mélanges en hommage à François Terré*, Paris, PUF, 1999, 603 aux pp 603, 608 et s.

[852] Robert Axelrod, « An Evolutionary Approach to Norms » (1986) 80 *The American Political Science Review*

agissent conformément aux normes sociales qui prévalent dans le domaine corporatif par crainte de sanctions sociales[853]. Par conséquent, aux contraintes de nature juridique et institutionnelle s'ajoute une contrainte de nature sociale[854].

Plus précisément, les parties au contrat appliquent à leur relation des termes implicites qui font l'objet de sanctions non juridiques et qui témoignent plus généralement de l'entraide mutuelle des cocontractants[855]. Pour l'École de Chicago, cette normativité sociale est une alternative préférable à la législation pour maintenir l'ordre social, notamment dans le contexte corporatif. Le droit et la loi ne doivent avoir qu'une fonction expressive, celle d'encourager l'émergence de normes sociales désirables[856]. Le droit des sociétés doit donc s'évertuer à protéger le rôle de la société, celui de remplacer la gouvernance juridique des relations par des mécanismes non juridiques ayant force exécutoire[857]. Cette préférence accordée à des mécanismes non légaux de gouvernance semble corroborer d'ailleurs la déférence des juges en matière de décision d'affaires au travers notamment de la règle du jugement d'affaires. Le rôle des obligations fiduciaires doit se limiter à sanctionner les cas les plus grossiers susceptibles de mettre à mal la société comme structure de coordination[858]. De la même façon, la révision judiciaire de la rémunération doit être envisagée simplement dans les cas de transactions intéressées. Des interventions législatives ou judiciaires nuiraient au consensualisme et la liberté contractuelle.

Sous-section 2. — Le mécanisme légal de coopération

La formalisation contractuelle de la coopération implique un ancrage à une norme juridique et une norme sociale afin de traduire les comportements que les dirigeants adoptent,

---

1095 à la p 1107.

[853] Melvin A. Eisenberg, « Corporate Law and Social Norms » (1999) 99 *Columbia Law Review* 1253 à la p 1269.

[854] Edward B. Rock, « Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work? » (1996) 44 *University of California Law Review* 1009 à la p 1012.

[855] Edward B. Rock et Michael L. Wachter, « Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation » (2001) 149 *Unniversity of Pennsylvania Law Review* 1619 à la p 1641.

[856] Lawrence Lessig, « The New Chicago School » (1998) 27 *The Journal of Legal Studies* 661.

[857] Edward B. Rock et Michael L. Wachter, « Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation » (2001) 149 *Unniversity of Pennsylvania Law Review* 1619 à la p 1622.

[858] Edward B. Rock et Michael L. Wachter, « Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation » (2001) 149 *Unniversity of Pennsylvania Law Review* 1619 à la p 1661.

mais qui ne sont ni encouragés ni sanctionnés de la même manière.

Paragraphe 1. — La formulation d'une norme générale de coopération

Le dirigeant et les actionnaires sont engagés dans une relation d'agence qui est caractérisée par la confiance accrue qu'une partie, le principal, accorde à l'autre, l'agent. Afin de contrecarrer les effets que peut engendrer une telle relation, le droit impose une obligation de loyauté à la personne dépositaire de cette confiance. Typiquement, dans une relation d'agence, la confiance est un instrument qui permet de favoriser la relation contractuelle, c'est-à-dire l'interaction sociale et économique au sein d'un contrat. La confiance vient donc protéger l'esprit de collaboration qui est à l'œuvre dans le contrat qu'il s'agisse du respect de la parole donnée, de la valeur d'une promesse et d'engagements réciproques[859]. Le degré de confiance dans le contrat du dirigeant avec la société est élevé compte tenu de la complexité de leur relation. En effet, la prestation du dirigeant est fonction de sa personne et son cocontractant est placé dans une situation vulnérable puisqu'il s'en remet à sa compétence. Ainsi, comme le soulignait Denis Mazeaud, la loyauté et la confiance sont indispensables pour que les parties au contrat soient en mesure « […] de coopérer, de collaborer, de faire preuve d'altruisme contractuel, plutôt que de se complaire dans un égoïsme nuisible au contrat et à sa bonne fin »[860]. Plus le déséquilibre est grand entre les connaissances des parties, plus celui qui est vulnérable aura tendance à s'appuyer sur l'honnêteté, la loyauté et la confiance de son cocontractant. Autrement dit, les parties ont des intérêts asymétriques et c'est ce qui fait dire à un auteur que « [s]eul celui qui confie ses intérêts gagne ou perd et l'interprète de l'intérêt est toujours gagnant, puisqu'il perçoit une rémunération »[861]. La confiance et la loyauté sont au cœur de l'économie et du droit des affaires. À juste titre, on souligne à ce sujet les propos du professeur Mark

---

[859] Paul-André Crépeau, « La fonction du droit des obligations » (1998) 43 *Revue de droit de McGill* 729.

[860] Denis Mazeaud, « Rapport de synthèse présenté 94e Congrès des notaires. Le contrat, liberté contractuelle et sécurité juridique », Defrénois (15 octobre 1998), art 36874, à la p 1137, n 19.

[861] Sébastien Bonfils, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, Paris, LGDJ, 2005 à la p 84, au para 171, tel que cité dans Mario Naccarato, « La juridicité de la confiance dans le contexte des contrats de services de conseils financiers et de gestion de portefeuille » (2009) 39 *Revue générale de droit* 457 à la p 503.

Casson :

> Overall economic performance depends on transactions costs, and these mainly reflect the level of trust in the economy. The level of trust depends in turn on culture. An effective culture has a strong moral content. Morality can overcome problems that formal procedures—based on monitoring compliance with contracts—cannot. A strong culture therefore reduce transaction costs and enhances performance—the success of an economy depends on the quality of its culture [soulignement ajouté][862].

La confiance est à la fois un résultat et un prérequis à toute interaction humaine et a fortiori à toute relation commerciale et contractuelle. Dans ce dernier cas, la confiance est un élément indispensable à la coopération économique[863]. Ainsi dans un contexte de rationalité limitée, la confiance permet aux agents économiques de contracter comme s'ils avaient envisagé l'ensemble des éventualités futures de leur accord[864]. Elle est donc un substitut à l'incertitude qui caractérise le contrat et la relation d'agence[865].

Dans le domaine du droit des affaires, les devoirs fiduciaires constituent un point d'ancrage entre le droit et la normativité sociale. Il renforce le rôle du juge et de la jurisprudence dans l'expression de valeurs sociales. On ne peut nier le fait que la gouvernance des sociétés par actions est plus efficace si les agents agissent de manière loyale. La promotion de cette norme peut être soutenue de différentes manières, qui doivent être envisagées de manière complémentaire et non exclusive. Comme nous l'avons rapporté, le bon fonctionnement de la relation d'agence repose sur la confiance que le principal va accorder à son agent. Du point de vue juridique, l'exigence de confiance se traduit par une obligation de loyauté. Ainsi, l'obligation fiduciaire de loyauté permet à la confiance d'avoir des effets juridiques et d'être judiciarisée[866]. La loyauté est donc une condition et une conséquence de la confiance exigée par

---

[862] Mark Casson, *The Economics of Business Culture: Game Theory, Transaction Costs and Economic Performance*, Oxford, Clarendon Press, 1991 à la p 3.

[863] Annette Baier, « Trust and Distrust » (1986) 96 *Ethics* 231 à la p 233.

[864] Diego Gambetta, « Can We Trust Trust? » dans Diego Gambetta, dir, *Trust: Making and Breaking Cooperative Relations*, Cambrigde, Basil Blackwell, 1988, 213 à la p 218 ; David Good, « Indivuduals, Interpersonal Relations, and Trust » dans Diego Gambetta, dir, *Trust: Making and Breaking Cooperative Relations*, Cambrigde, Basil Blackwell, 1988, 31 aux pp 46–47.

[865] Niklas Luhmann, « Familiarity, Confidence, Trust: Problems and Alternatives » dans Diego Gambetta, dir, *Trust: Making and Breaking Cooperative Relations*, Cambrigde, Basil Blackwell, 1988, 94 à la p 94.

[866] Mario Naccarato et Raymonde Crête, « La confiance : De la réalité à la juridicité », conférence en mémoire de l'honorable Charles D. Gonthier, présentée à la Faculté de droit, de l'Université McGill, 20 et 21 mai 2011, en

le contrat. Mais l'esprit de collaboration nécessaire à la relation principal-agent ne provient pas uniquement de la norme juridique de loyauté. En effet, les sources de la confiance sont nombreuses : le droit positif[867], la déontologie, l'information[868] et la réputation[869].

Classiquement, la gouvernance de la société contribue à renforcer la coopération par la mise en place de mécanismes de surveillance, d'incitation ou par la menace de poursuites judiciaires. Toutefois, la détection et la sanction de comportements ou stratégies non coopératives peuvent s'avérer limitées, notamment compte tenu des coûts prohibitifs d'un contrôle efficace. Par contre, la norme générale de coopération en elle-même ne génère pas de coûts significatifs. Nous l'avons vu, l'adhésion à la norme sociale se fait principalement par crainte de sanctions de type réputationnel. De plus, la disponibilité de sanctions sociales pour la violation d'une règle de comportement ayant un volet juridique offre une explication à des comportements qui ne sont pas motivés par la seule satisfaction d'intérêts personnels[870]. Autrement dit, toute action prise par un dirigeant et qui s'avère contraire à l'intérêt de la société ne constitue pas pour autant l'expression d'une conduite opportuniste. Lorsque la norme est pleinement internalisée par l'agent, son existence et son application ne dépendent plus de telles sanctions, car elle fait partie intégrante de son comportement. Dans l'idéal, si la norme était pleinement internalisée par les agents et qu'elle produisait ses effets, les coûts associés au régime juridique et au système de surveillance et d'incitation seraient quasi nuls. De plus, le niveau de conformité à la norme serait bien plus élevé que ce qui pourrait résulter d'un fonctionnement efficace de ces systèmes. En conséquence de quoi, on peut légitimement soutenir que tout ce que le droit et la loi feront pour promouvoir et renforcer l'internalisation de la norme par les agents améliorera l'efficacité et le fonctionnement de la relation d'agence. Le

---

ligne : <http://cisdl.org/gonthier/public/pdfs/papers/Conférence%20Charles%20D%20Gonthier%20-%20Crête%20&%20Naccataro.pdf> à la p 3, reproduite dans Michel Morin, Marie-Claire Cordonnier Segger, Fabien Gélinas et Markus Gerhing, dir, *Responsabilité, Fraternité et Développement Durable en Droit en mémoire de l'Honorable Charles Doherty Gonthier*, Markham, LexisNexis, 2012 aux pp 647–668.

[867] Russell Hardin, *Trust and Trustworthiness*, New York, Russell Sage Foundation, 2002 à la p 46.

[868] Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, *Analyse économique du droit*, 2e éd, Montréal, Thémis, 2008 à la p 386.

[869] Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, *Analyse économique du droit*, 2e éd, Montréal, Thémis, 2008 à la p 386.

[870] David Charny, « Illusions of a Spontaneous Order: "Norms" in Contractual Relationships » (1996) 144 *University of Pennsylvania Law Review* 1841 à la p 1845.

contraire étant tout aussi vraisemblable c'est en cela que le régime des obligations fiduciaires est indispensable à une pratique contractuelle concurrentielle en droit des sociétés, car elle permet de préserver l'efficience du principe de maximisation de la valeur[871]. D'ailleurs, l'obligation de loyauté est une condition préalable à la norme générale de coopération puisqu'elle lui permet de produire un minimum d'effets juridiques[872].

Si le principe de maximisation des profits constitue un fondement normatif pour la formulation de jugements éthiques cohérents[873], il ne doit cependant pas masquer le fait qu'il n'est qu'une alternative parmi d'autres. Les dimensions normatives juridique et sociale de la coopération permettent d'appréhender les conduites du dirigeant, qu'elles soient opportunistes ou qu'elles visent à mettre en œuvre des stratégies qui, sans être contraires à l'intérêt de la société, ne maximisent pas l'utilité collective des actionnaires. Dès lors, le dilemme éthique survient non pas de l'objectif de maximisation des profits, mais des stratégies qui seront adoptées pour y parvenir. Ainsi, les stratégies centrées sur le court-termisme et la valeur boursière du titre de la société peuvent ne pas refléter les attentes prosociales[874]. De plus, réduire l'efficience de la forme sociétaire à la maximisation du profit nuit au bien-être des actionnaires notamment lorsqu'ils valorisent plus le profit que le fait d'échapper aux sanctions d'ordre social et réputationnel[875]. Dans ce contexte, l'éthique des affaires doit être comprise comme l'ensemble des mesures qui permettent de mettre en œuvre des stratégies de maximisation de la valeur conformes aux deux volets de la norme de coopération. D'une part, la norme juridique de loyauté empêche et sanctionne les comportements déloyaux et, d'autre part, le volet social de la coopération proscrit les comportements et les stratégies qui nuisent à la confiance entre le

---

[871] Bruce Chapman, « Trust, Economic Rationality, and The Corporate Fiduciary Obligation » (1993) 43 *University of Toronto Law Journal* 547 à la p 549.

[872] Mario Naccarato et Raymonde Crête, « La confiance : De la réalité à la juridicité », conférence en mémoire de l'honorable Charles D. Gonthier, présentée à la Faculté de droit, de l'Université McGill, 20 et 21 mai 2011, en ligne : <http://cisdl.org/gonthier/public/pdfs/papers/Conférence%20Charles%20D%20Gonthier%20-%20Crête%20&%20Naccataro.pdf> à la p 3, reproduite dans Michel Morin, Marie-Claire Cordonnier Segger, Fabien Gélinas et Markus Gerhing, dir, *Responsabilité, Fraternité et Développement Durable en Droit en mémoire de l'Honorable Charles Doherty Gonthier*, Markham, LexisNexis, 2012 aux pp 647–668.

[873] Richard A. Posner, « Utilitarianism, Economics and Legal Theory » (1979) 8 *The Journal of Legal Studies* 103 à la p 103.

[874] Oliver Hart et Luigi Zingales, « Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value » (2017) 2 *Journal of Law, Finance, and Accounting* 247 à la p 251.

[875] Einer Elhauge, « Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest » (2005) 80 *New York University Law Review* 733

dirigeant, les actionnaires et la société. Cette approche est conforme à l'idée que les dirigeants sont tenus, en vertu des obligations fiduciaires, à une loyauté à l'égard des actionnaires et que les sociétés par actions ont certes pour finalité la réalisation de profits, mais dont les modalités d'exécution peuvent englober d'autres préoccupations à la fois actionnariales et partenariales.

Le statut du dirigeant et son comportement sont déterminés par une norme de coopération, qui englobe la norme juridique de loyauté et la norme sociale de confiance. Cette norme sociale de confiance joue un rôle complémentaire indispensable à la norme juridique de loyauté. En effet, lorsque les comportements non coopératifs ne relèvent pas de la déloyauté de l'agent, les sanctions de type réputationnel attachées à la norme sociale de confiance permettent d'assurer une certaine conformité à la norme générale de coopération. Les sanctions juridiques attachées à la violation des devoirs fiduciaires sont généralement insuffisantes. Dans la mesure où il est difficile d'identifier les cas de non-respect des obligations, la seule crainte de sanctions juridiques ne suffit pas à dissuader l'agent d'adopter une stratégie qui vise à maximiser son utilité personnelle ou une utilité contraire à l'intérêt de la société. Dès lors, la norme de coopération ajoute à la sanction juridique une sanction d'ordre réputationnel[876]. Par conséquent, la complémentarité des sanctions, à la fois juridique et sociale, permet d'élever dans l'ensemble la sanction à un niveau efficace.

La norme de coopération, dans ses dimensions juridique et sociale, illustre la fonction expressive du droit et de la jurisprudence en droit des affaires. En effet, les décisions judiciaires contribuent au développement de précédents et informent le public sur des questions de principe. La jurisprudence permet la formulation d'une normativité sociale propre au contexte économique et commercial[877].

Paragraphe 2. — La contractualisation de la norme de coopération

Nous avons expliqué précédemment que les agents avaient une rationalité limitée et une tendance à l'opportunisme, conséquences résultant de contrats incomplets. La relation d'agence

---

[876] Melvin A. Eisenberg, « Corporate Law and Social Norms » (1999) 99 *Columbia Law Review* 1253 à la p 1276.
[877] David Charny, « Illusions of a Spontaneous Order: "Norms" in Contractual Relationships » (1996) 144 *University of Pennsylvania Law Review* 1841 à la p 1852 ; Owen M. Fiss, « Against Settlement » (1984) 93 *The Yale Law Journal* 1073 aux pp 1081 et 1089.

comporte donc un risque a priori irréductible. L'asymétrie de confiance entre les parties peut permettre à l'agent d'adopter des stratégies qui seront contraires à l'intérêt de la société, mais qui lui seront favorables. Dans la perspective de la théorie de l'agence, les sociétés par actions sont caractérisées par un actionnariat dispersé, une séparation de la propriété et du contrôle, et par l'opportunité pour le dirigeant de s'enrichir personnellement au détriment des actionnaires[878]. De plus, on présume que le dirigeant privilégiera ses intérêts lorsqu'ils seront en conflit avec ceux des actionnaires[879]. La plupart des recommandations sur la rémunération du dirigeant, issues de la théorie de l'agence, visent à permettre au conseil d'administration de contrôler l'opportunisme du dirigeant et les conflits d'intérêts avec les actionnaires au travers d'un régime de rémunération incitative. Dans la mesure où il est difficile de contrôler adéquatement le dirigeant, la possibilité pour lui d'opter pour des stratégies opportunistes demeure significative. Afin de restreindre cet aléa moral, la théorie de l'agence préconise que la rémunération soit liée à la performance de la société afin d'aligner les intérêts du dirigeant et des actionnaires.

Comme nous le verrons dans notre chapitre 4, l'aléa moral est encadré par un contrat qui stipule les critères, la forme et les modalités pour lier la rémunération à des critères prévisibles et observables de performance financière[880]. La littérature et de nombreuses études ont démontré la faible corrélation entre la rémunération et la performance financière des sociétés[881]. Bien que cette question fasse l'objet de développements ultérieurs, on retiendra que le modèle des régimes de rémunération a un pouvoir explicatif faible quant à la réalité du comportement du dirigeant. Nos développements précédents ont mis en lumière le potentiel incitatif de la normativité sociale et de la norme de coopération dans l'environnement corporatif. La confiance joue un rôle central dans les relations entre agents au sein de la firme en opérant un contrôle effectif de l'aléa moral

---

[878] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure» (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305.

[879] Lex Donaldson, « The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory » (1990) 15 *Academy of Management Review* 369.

[880] Luis Gomez-Mejia et Robert M. Wiseman, « Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook » (1997), 23 *Journal of Management* 291 à la p 294.

[881] Harry G. Barkema et Luis R. Gomez-Mejia, « Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework» (1998) 41 *Academy of Management Journal* 135.

par le maintien d'un niveau adéquat d'engagement et de coopération réciproques dans les rapports contractuels. À défaut, comment expliquer l'engagement du dirigeant à adopter majoritairement des stratégies qui satisfont le principe de maximisation de la valeur au profit des actionnaires ? Pour circonscrire l'aléa moral de la relation d'agence, la société peut s'appuyer à l'interne sur des mécanismes de contrôle, sur une structure de rémunération incitative ou encore s'en remettre à un système informel basé sur la confiance et la satisfaction d'intérêts mutuels[882]. Ainsi, tout l'intérêt de la norme générale de coopération est qu'elle permet d'éviter que la relation d'agence s'inscrive seulement dans une logique disciplinaire[883]. Par conséquent, la norme de coopération offre une bonne justification à la manière dont le dirigeant est incité à agir de la meilleure des manières et en adéquation avec le principe de maximisation, ou du moins avec l'intention de le faire[884].

Selon les recommandations de la théorie de l'agence, le principal doit mettre en place un régime de rémunération qui incite l'agent à agir en fonction de l'intérêt de la société qu'il dirige. Dès lors, il devient opportun de trouver des modalités de rémunération susceptibles d'offrir une meilleure adhésion à la norme générale de coopération, garantissant ainsi un degré élevé de confiance dans le rapport contractuel. À la différence d'autres modes de coordination, la société peut améliorer, par l'entremise du contrat de rémunération, la coopération entre le principal et l'agent. Ainsi, convient-il d'envisager le régime de rémunération des dirigeants comme l'instrument privilégié pour conforter et promouvoir la confiance entre le dirigeant et les actionnaires. En proposant une rémunération qui ne dépend plus exclusivement de la réalisation de critères financiers, on peut signaler et motiver l'importance de l'adhésion du dirigeant à une

---

[882] Roger C. Mayer, James H. Davis et F. David Schoorman, « An Integrative Model of Organizational Trust » (1995) 20 *The Academy of Management Review* 709 à la p 710 ; Emanuela Todeva, *Business Networks: Strategy and Stucture*, New York, Routledge, 2006 à la p 76.

[883] Emanuela Todeva, *Business Networks: Strategy and Stucture*, New York, Routledge, 2006 à la p 76 ; Margaret M. Blair et Lynn A. Stout, « Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1735 à la p 1737.

[884] Nadelle Grossman, « Director Compliance with Elusive Fiduciary Duties in a Climate of Corporate Governance Reform » (2007) 12 *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 393 aux pp 465–466 ; Edward B. Rock et Michael L. Wachter, « Norms & Corporate Law » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1607 à la p 1608 ; Lynn Stout, « On the Proper Motives of Corporate Directors (Or, Why You Don't Want to Invite Homo Economicus to Join Your Board) » (2003) 28 *The Delaware Journal of Corporate Law* 1 à la p 9.

gestion plus responsable et plus éthique. D'une part, cela permet de démystifier le rôle réel joué par le dirigeant dans la performance financière de la société. D'autre part, cela met en valeur d'autres attributs du dirigeant et démontre qu'il n'est pas exclusivement motivé par des incitatifs financiers[885]. Un contrat de rémunération strictement lié à la performance financière de la société amoindrit le rôle de la confiance et met à mal la relation d'agence en accentuant l'opportunisme du dirigeant[886].

En intégrant au régime de rémunération des critères de rémunération non financiers, on permet une meilleure compréhension de l'objectif de maximisation de la valeur en précisant les stratégies de maximisation autorisées. En effet, l'intégration de la norme de coopération au contrat de rémunération permettrait ainsi d'écarter des stratégies qui, bien que permises, ne seraient pas normativement justifiables du point de vue de l'éthique. La norme sociale contractualisée viendrait pallier l'incomplétude contractuelle propre à la relation d'agence[887]. Pour qu'elle puisse jouer effectivement son rôle, encore faut-il que l'agent ait la garantie que son respect lui procurera un avantage substantiel[888]. Nous l'avons dit, le non-respect de la norme sociale engendre des sanctions de type réputationnel. Pour que l'agent soit incité à respecter la norme et à l'intégrer à son processus de décision, elle doit se refléter dans les composantes de son régime de rémunération. Ainsi, la rémunération devient un instrument qui encourage et promeut une meilleure coopération au sein de la relation d'agence. Par ailleurs, la norme de coopération contraint le dirigeant à agir dans l'intérêt des actionnaires[889]. En effet, en intégrant la norme au contrat de rémunération et en l'assortissant de critères non financiers, on rend plus aisément identifiables les conduites et les comportements susceptibles de tomber sous le coup de sanctions réputationnelles et financières. De tels critères de rémunération permettent ainsi de

---

[885] Sidney Finkelstein et Donald C. Hambrick, « Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation » (1998) 9 *Strategic Management Journal* 543.

[886] Deborah L. Kidder et Ann K. Buchholtz, « Can Excess Bring Success? CEO Compensation and the Psychological Contract » (2002) 12 *Human Resource Management Review* 599 à la p 607.

[887] Benjamin E. Hermalin, « Economics & Corporate Culture » dans Susan Cartwright et al, dir, *The Handbook of Organizational Culture and Climate*, Chichester, John Wiley & Sons, 2001, 217.

[888] Robert Cooter et Malvin Eisenberg, « Fairness, Character, and Efficiency in Firms » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law review* 1717 à la p 1721.

[889] Sandeep Gopalan, « Shame Sanctions and Excessive CEO Pay » (2007) 32 *Delaware Journal of Corporate Law* 757 à la p 797.

satisfaire aussi bien les attentes financières que prosociales et éthiques des actionnaires[890].

Enfin, la contractualisation de la norme de coopération, et plus précisément de ses prérequis non financiers, peut générer une mécanique d'entraînement. Sa disponibilité à un coût de transaction faible lui permet de se perpétuer[891]. La répétition de cette mécanique s'agrège en phénomène normatif qui se stabilise et rend cohérente la valeur intrinsèque de la confiance comme mécanisme réduisant l'aléa moral et facilitant les comportements coopératifs[892]. La gouvernance des sociétés par actions illustre parfaitement l'imbrication entre la norme juridique classique et la normativité sociale. Le phénomène n'est pas nouveau et œuvre également dans d'autres domaines du droit. En droit du travail, on retiendra le rôle occupé par les chartes éthiques, les codes de bonne conduite et les systèmes de normes de gestion qui relèvent de cette normalisation sociale. La normativité sociale est un phénomène parajuridique qui peut s'ancrer au contrat, marquant ainsi le passage de la norme sociale à la norme juridique. Un tel phénomène vient regrouper un ensemble de procédés visant à identifier des comportements et des situations au regard de leur conformité à une norme sociale dite éthique.

La norme générale de coopération répond à deux préoccupations. La première témoigne d'une problématique relative à l'établissement des régimes de rémunération et à leur efficacité. La seconde illustre l'inquiétude grandissante des entreprises face aux atteintes à leur image et à leur réputation. Elle manifeste aussi la volonté de limiter l'intervention du législateur par l'adoption de nouvelles réglementations. La mise en œuvre d'une norme sociale en matière de rémunération répond à une exigence de premier ordre qui est d'assurer aux investisseurs et aux actionnaires que le dirigeant maximise la performance de la société dans leur intérêt. L'introduction de critères non financiers dans le contrat de rémunération des dirigeants offre

---

[890] Sur les dispositions prosociales des investisseurs, lire Oliver Hart et Luigi Zingales, « Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value » (2017) 2 *Journal of Law, Finance, and Accounting* 247 à la p 250.

[891] Sarah Helene Duggin et Robert M. Goldman, « Restoring Trust in Corporate Directors: The Disney Standard and the New Good Faith » (2006) 56 *American University Law Review* 211 à la p 257 ; Partha Dasgupta, « Trust as a Commodity » dans Diego Gambetta, dir, *Trust: Making and Breaking Cooperative Relations*, Cambridge, Basil Blackwell, 1988, 49 à la p 56.

[892] René Reich-Graefe, « Deconstructing Corporate Governance: The Mechanics of Trusting » (2013) 38 *Delaware Journal of Corporate Law* 103 à la p 162.

ainsi une véritable prise en compte des préoccupations actionnariales non financières, lesquelles font l'objet d'une démarche activiste dans de nombreuses entreprises canadiennes[893]. Par exemple, au Canada, certaines propositions d'actionnaires visent à soumettre la rémunération des dirigeants de sociétés à des critères extrafinanciers[894].

Ultimement, la norme générale de coopération illustre l'idée que le droit des sociétés par actions n'est pas un dispositif normatif statique. En effet, les agents économiques sont assujettis à un autre système de normes avec lequel la norme juridique entretient des rapports de convergence et de complémentarité. Ainsi, la formulation d'une norme générale de coopération permet de faire le lien entre deux types de normativités.

CONCLUSION

Selon l'approche contractuelle et la théorie des coûts de transaction, l'incomplétude contractuelle est étroitement liée à l'incertitude et à la rationalité limitée des agents économiques. Dans ces circonstances, l'optimalité des rapports contractuels est restreinte, d'une part, par l'incomplétude du contrat entre les parties et, d'autre part, par les dysfonctionnements institutionnels. Ces derniers tiennent au fait que les tribunaux sont également imparfaitement informés et rationnellement limités. Dès lors, suppléer aux termes incomplets du contrat par le recours au juge peut s'avérer délicat et tout aussi impraticable que la rédaction de termes complets par les parties. Par conséquent, la force exécutoire de l'engagement contractuel entre le dirigeant et la société ne peut pas être parfaitement garantie par le recours au juge[895].

Puisque l'orthodoxie économique porte son attention sur les dispositifs susceptibles

---

[893] Vanessa Serret et Sylvie Berthelot, « Activisme actionnarial et responsabilité sociale des entreprises au Canada : Analyse des résolutions soumises par les actionnaires entre 2000 et 2011 », 34e congrès de l'Association francophone de comptabilité « Comptabilité sans frontières : The French Connection », présentée à Montréal, mai 2013, [non publiée], en ligne : Archive ouverte HAL <https://halshs.archives-ouvertes.fr/hal-01002373/document>.

[894] Vanessa Serret et Sylvie Berthelot, « Activisme actionnarial et responsabilité sociétale des entreprises au Canada : Analyse des résolutions soumises par les actionnaires entre 2000 et 2013 » (2013) 8:1 *Revue de l'organisation responsable* 17 à la p 27 (en 2006, cette revendication représentait 23,73 % des résolutions proposées).

[895] Éric Brousseau et Jean-Michel Glachant, « Introduction : Économie des contrats et renouvellements de l'analyse économique » (2000) 92 *Revue d'économie industrielle* 23 à la p 32.

d'encadrer l'aléa moral des dirigeants, tout dispositif permettant de résoudre les conflits et de protéger la coopération est décisif. Ainsi, la nature même de la relation contractuelle du dirigeant et de la société sollicite des contraintes issues de l'environnement légal, judiciaire et extra-légal[896]. Cette texture ouverte du contrat incomplet reflète simplement la complexité normative qui entoure le contrat[897]. Concernant l'environnement légal et judiciaire, l'obligation juridique de loyauté qui pèse sur les dirigeants est un moyen mis à la disposition des parties pour réduire l'occurrence des comportements opportunistes. Au sujet de l'environnement extra-légal, il réfère à des normes de conduite qui s'imposent aux relations qui prennent corps au sein de la société par actions, et plus particulièrement à la relation dirigeant-actionnaire. Toutefois, l'emprise limitée de la normativité juridique et de la contestation judiciaire sur le comportement des agents économiques fait dire à nombre d'économistes que « l'"incomplétude" fait échapper le contrat à l'emprise de solutions juridiques et le fait entrer dans la sphère de la "régulation privée" »[898].

Nonobstant la nature extra-légale de l'éthique comme instrument de gouvernance, la formulation de la norme de coopération que nous proposons dans ce chapitre offre à l'éthique un certain degré de juridicité. Ce rattachement de l'éthique de la coopération au droit est d'autant plus marqué qu'il a pour fondement initial l'obligation juridique de loyauté. De la même manière, si les effets de la norme sont, certes, largement incitatifs et réputationnels, ils sont proprement juridiques lorsque la norme de coopération justifie le recours à des critères non financiers pour la rémunération. Autrement dit, la norme de coopération fait l'objet d'une contractualisation qui opère de la sorte le « rapatriement » juridique de la norme éthique au travers du contrat de rémunération du dirigeant.

---

[896] Douglass C. North, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge, Cambridge University Press, 1990 aux pp 36–45 (sur le thème des contraintes informelles), DOI : <https://doi-org.proxy3.library.mcgill.ca/10.1017/CBO9780511808678>.

[897] Évelyne Serverin, « Propos croisés entre droit et économie sur la place de l'incertitude et de la confiance dans le contrat » (1996) 38 *Sociologie du travail* 607 à la p 614.

[898] Thierry Kirat, « L'allocation des risques dans les contrats : de l'économie des contrats "incomplets" à la pratique des contrats administratifs » (2003) 1 *Revue internationale de droit économique* 11 à la p 12.

PARTIE 2. — LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS COMME ENJEU DE POUVOIRS

La praxis de la rémunération est liée à une question de pouvoir : les préférences hétérogènes et les antagonismes dans la relation dirigeant-actionnaire menacent l'équilibre du pouvoir au sein de la société par actions. Puisque la structure de la rémunération doit permettre une coopération optimale entre les acteurs, il convient d'y accorder une attention particulière, car elle peut encourager des actions, des comportements et des stratégies aux effets délétères sur la création de valeur. Donc, les incitatifs doivent être en mesure de répondre à un large éventail de motifs à agir afin de clarifier le rôle attendu du dirigeant dans la démarche de création de valeur.

Manifestement, la structure de la rémunération est fondamentale, mais sa délibération l'est également. Le conseil d'administration doit alors veiller à l'exécution de sa mission de contrôle et à impliquer les ressources cognitives et stratégiques de ses administrateurs dans le processus d'élaboration du contrat de rémunération. *Ex ante*, le contrôle du processus repose entre les mains du conseil d'administration, mais *ex post* les actionnaires peuvent exercer leur prérogative résiduelle de contrôle en engageant un recours judiciaire à l'égard du régime contesté.

Toutefois, compte tenu des contraintes liées à la contestation judiciaire, la seule véritable emprise des actionnaires sur la rémunération est le droit de vote. Une fois encore, les aspects formels et informels de la prérogative décisionnelle des actionnaires façonnent la réalité et l'efficacité du contrôle opéré par les actionnaires.

CHAPITRE 4. — LA STRUCTURE DE LA RÉMUNÉRATION

INTRODUCTION

Les régimes de rémunération des dirigeants sont développés de manière à inciter les dirigeants à mettre en œuvre des décisions stratégiques qui affectent les profits et la croissance à long terme de la société. Afin de motiver les dirigeants à prendre les décisions dans le meilleur intérêt de la société et de ses actionnaires, la rémunération est liée à la performance de la firme[899]. Dans ce contexte, l'approche normative dominante consiste à lier une part importante de la rémunération du dirigeant à la performance financière de la firme pour l'inciter à prendre les décisions qui créeront de la valeur sur le long terme[900].

Classiquement, deux théories permettent d'appréhender le contexte qui entoure l'élaboration d'un contrat de rémunération et de définir ses caractéristiques essentielles[901]. Tout d'abord, selon la théorie du contrat optimal, le contrat de rémunération est le résultat d'un processus de négociation à égalité entre les actionnaires et les dirigeants, où ces derniers sont récompensés lorsqu'ils créent de la valeur au profit des premiers[902]. Ensuite, la théorie du pouvoir managérial envisage la rémunération des dirigeants comme étant le résultat d'un processus largement sous l'influence du dirigeant, lui permettant de s'approprier des rentes et de percevoir d'importants bénéfices[903]. Ces deux approches adoptent une conception restrictive du comportement des agents économiques qui limite *de facto* le choix des incitatifs et des

---

[899] Lucian Bebchuk et Jessie Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004 à la p 19.

[900] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 à la p 323 ; Michael C. Jensen et Kevin J. Murphy, « CEO Incentives—Its Not How Much You Pay, But How » (1990) 68 *Harvard Business Review* 138 à la p 139.

[901] David J. Walker, « The Law and Economics of Executive Compensation: Theory and Evidence » dans Claire A. Hill et Brett H. McDonnell, dir, *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Northampton, Edward Elgar, 2012, 232 à la p 234.

[902] Lucian Bebchuk et Jessie Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004 à la p 19.

[903] Lucian Bebchuk et Jessie Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004 à la p 19.

critères utilisés pour motiver le dirigeant et évaluer sa performance. Selon la théorie économique, cette conception donne naissance à un effet d'éviction (« crowding-out effect ») qui restreint tout comportement prosocial du dirigeant puisqu'il ne se reflète dans aucun indicateur utilisé pour évaluer sa performance et le récompenser[904].

Malgré l'évolution des pratiques de rémunération, la rémunération liée à la performance s'appuie encore très largement sur des objectifs financiers à atteindre, que sont habituellement la valeur du retour sur investissement des actionnaires et la valeur du titre en bourse[905]. La mesure strictement financière de la performance est largement critiquée au motif qu'elle implique des comportements opportunistes, courts-termistes, risqués, voire frauduleux, tels que la falsification des données financières et les manipulations comptables[906]. Bien que l'attribution de titres soit reconnue comme contribuer positivement au rendement des actionnaires, elles peuvent également inciter les dirigeants à sacrifier une perspective de création de valeur à long terme[907]. Le manque de vision à long terme et la mise en place de stratégies risquées sont désormais des préoccupations de bon nombre de conseils d'administration et d'actionnaires. Par exemple, en 2018, la société Valeant Pharmaceuticals, dont le siège est localisé à Laval, a entrepris un changement de la politique de rémunération de ses dirigeants suite aux polémiques ayant entouré son précédent et son actuel P.-D.G. En effet, en 2015, l'ancien P.-D.G. Micheal Pearson a perçu 143,1 M$, majoritairement en attributions d'actions, et 9 M$ en indemnité de départ avant de quitter l'entreprise l'année suivante à cause d'une controverse relative aux pratiques de vente de médicaments de l'entreprise aux États-Unis. Alors que depuis la valeur du titre s'est effondrée à la Bourse de Toronto, l'actuel P.-D.G., Joseph Papa, a perçu près de 63 M$ US après seulement huit mois en poste. La société a donc décidé de reviser son plan d'attribution d'actions, lequel aurait pu rapporter jusqu'à 500 M$ à son P.-D.G. s'il avait atteint les objectifs

---

[904] Tamara Belinfanti, « Beyond Economics in Pay for Performance » (2012) 41 *Hofstra Law Review* 91 à la p 98.

[905] Lawrence E. Mitchell, « A Critical Look at Corporate Governance » (1992) 45 *Vanderbilt Law Review* 1263 à la p 1309, note 204.

[906] Michael Faulkender, Dalida Kadyrzhanova, N. Prabhala et Lemma Senbet, « Executive Compensation: An Overview of Research on Corporate Practices and Proposed Reforms » (2010) 22 *Journal of Applied Corporate Finance* 107 aux pp 113–114.

[907] David F. Larcker et Brian Tayan, « CEO Pay at Valeant: Does Extreme Compensation Create Extreme Risk? » (28 avril 2018), en ligne : Standford Closer Look Series <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/publication/ceo-pay-valeant-does-extreme-compensation-create-extreme-risk>.

fixés[908].

Si nous considérons que la rémunération liée à la performance financière demeure une condition essentielle à la création et à la maximisation de la valeur actionnariale, nous estimons opportun d'élargir la mesure de la performance de la société à des indicateurs non financiers. Le recours à des critères non financiers pour la rémunération permet selon nous de dépasser une conception de la performance strictement quantitative pour intégrer une perspective qualitative. Autrement dit, il s'agit de lier la rémunération à des critères financiers et non financiers, ces derniers permettant de valoriser des pratiques qui traduisent une création de valeur à long terme pour la société. Dans ces conditions, lier la rémunération des dirigeants à des indicateurs de performance non financière peut contribuer à une gestion durable de la société en apportant une attention particulière, selon le contexte et le secteur d'activité, aux salariés, aux consommateurs, à l'environnement, etc. De cette façon, ces mesures de performance permettent de resserrer le lien entre la rémunération et la mission de la société, mission à laquelle les actionnaires et les investisseurs sont de plus en plus attentifs[909]. Enfin, mesurer la performance non financière permet d'insister davantage sur la dimension d'intendance de la fonction managériale, en rétribuant notamment les efforts déployés par le dirigeant qui ne sont pas récompensés par les mesures financières traditionnelles. Nos propos démontreront que les interactions entre le dirigeant et la société ne peuvent plus être réduites aux antagonismes entre une minorité très organisée et opportuniste, les dirigeants, et une majorité apathique et désorganisée, les actionnaires représentés par le conseil d'administration[910].

En premier lieu, nous présenterons les modalités et les déterminants du contrat de rémunération du dirigeant, en soulignant les dérives attachées à certaines de ses composantes et

---

[908] Anders Melin et Alicia Ritcey, « Valeant Kills CEO's $29.8-Million Stock Award in Pay Overhaul », *Financial Post* (12 mars 2018), en ligne : <https://business.financialpost.com/investing/valeant-nixes-ceos-29-8-million-stock-award-in-pay-overhaul> ; The Canadian Press, « Valeant Paid CEO Joe Papa US$63M in Compensation for Eight Months of Work — But Mostly in Company Stock », *Financial Post* (23 mars 2017), en ligne : <https://business.financialpost.com/investing/valeant-paid-ceo-joe-papa-us63m-in-compensation-for-eight-months-of-work-last-year-but-mostly-in-company-stock> ; Julien Arsenault, « Michael Pearson poursuivra son association avec Valeant », *Le Devoir* (1 juin 2016), en ligne : <https://www.ledevoir.com/economie/472230/michael-pearson-poursuivra-son-association-avec-valeant>.

[909] Shlomit Azgad-Tromer, « The Virtuous Corporation: On Corporate Social Motivation and Law » (2017) 19 *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 341 à la p 351.

[910] Herwig Schlunk, « Some Thoughts on the Evolution of Executive Equity Compensation » (2011) 64 *Vanderbilt Law Review* 73 à la p 74.

en présentant les enjeux liés à l'élaboration d'un contrat optimal de rémunération. En second lieu, nous insisterons, d'une part, sur les finalités de la rémunération aussi bien à l'échelle individuelle que collective et, d'autre part, sur la synergie entre la performance non financière, la norme de coopération sur laquelle s'appuie la relation dirigeant-actionnaire et la création de valeur à long terme pour la société.

SECTION 1. — LE CONTRAT DE RÉMUNÉRATION DU DIRIGEANT

L'élaboration du contrat de rémunération est déterminante à la bonne marche de la relation entre le dirigeant et la société. Le régime de rémunération et la rémunération totale dépendent de différentes composantes, lesquelles fixes ou variables sont rattachées à la réalisation d'objectifs ou à la survenance de certaines circonstances.

Sous-section 1. — Les modalités de la rémunération

Les régimes de rémunération des dirigeants tendent à être relativement uniformes, quels que soient les secteurs d'activités et la taille des sociétés concernées[911]. Ce sont les composantes liées à la performance financière qui méritent une attention particulière, notamment au regard des dérives qui peuvent en découler. Ainsi, si la pratique de la rémunération liée à la performance s'est largement imposée, elle a entraîné un certain nombre de conséquences indésirables.

Paragraphe 1. — Les composantes de la rémunération

Le régime de rémunération d'un dirigeant d'entreprise est généralement composé d'un salaire de base (salaire fixe), de bonus et d'incitatifs annuels, d'une rémunération variable à terme (option d'achat d'actions), d'avantages sociaux (assurance médicale, assurance vie, fonds de pension) et d'avantages indirects (services financiers et fiscaux, logement, voiture de

[911] David J. Walker, « The Law and Economics of Executive Compensation: Theory and Evidence » dans Claire A. Hill et Brett H. McDonnell, dir, *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Northampton, Edward Elgar, 2012, 232 aux pp 236–237.

fonction)[912].

Au Canada, depuis l'entrée en vigueur en 2008 de l'*Annexe 51-102A6, Déclaration de la rémunération de la haute direction* au *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*[913], les données publiées ont permis de constater que le montant total de la rémunération des présidents-directeurs généraux (P.-D.G.) des soixante valeurs les plus importantes de la bourse de Toronto n'a cessé de croître pour atteindre son plus haut niveau en 2015. Les deux graphiques ci-dessous illustrent l'évolution des montants de la rémunération et la part respective des différentes composantes des régimes de rémunération pour les P.-D.G. des sociétés du TSX 60 sur la période 1998 à 2016[914].

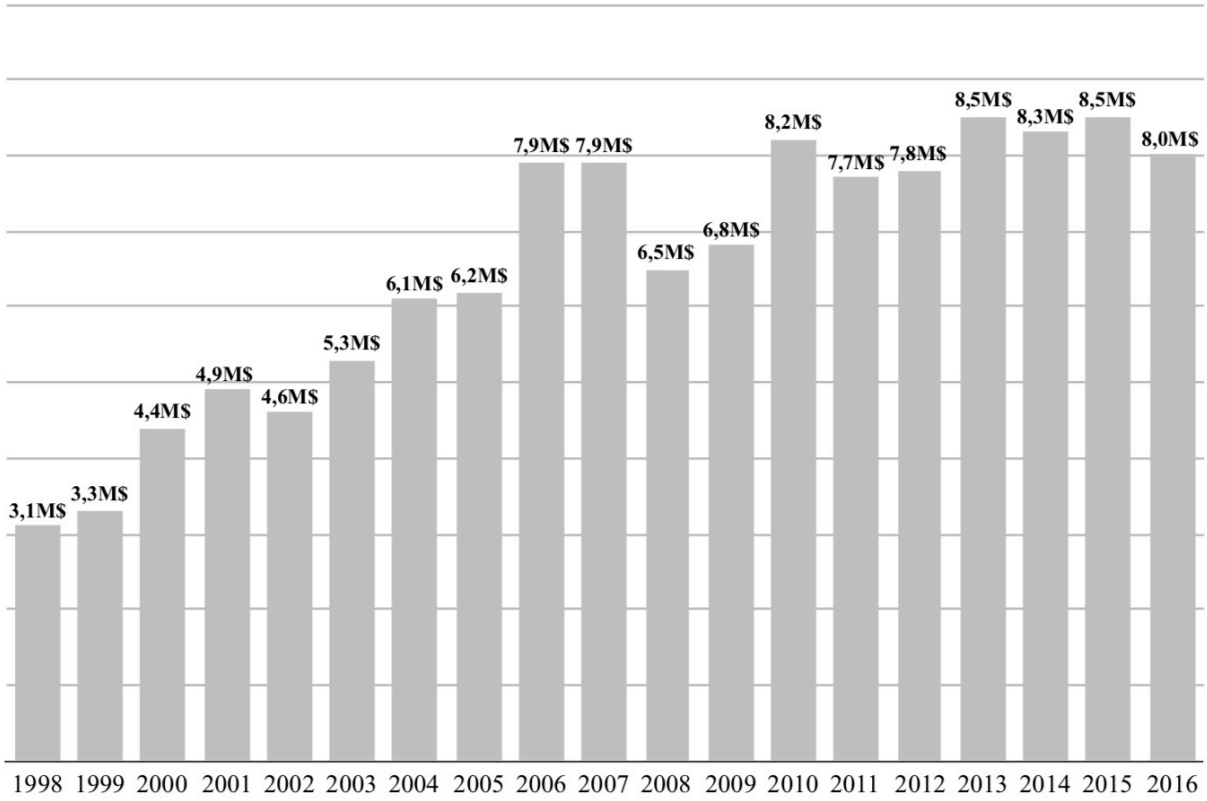
---

[912] Burton S. Kaliski, *Encyclopedia of Business and Finance*, 2e éd, Detroit, MacMillan, 2007 à la p 245.

[913] Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* (17 novembre 2015), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/51-102/2015-11-17/2015nov17-51-102-vofficielle-fr.pdf>.

[914] Yvan Allaire, *Trancher le nœud gordien de la rémunération des dirigeants* (novembre 2017), en ligne : Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques <https://igopp.org/wp-content/uploads/2017/11/IGOPP_PP_Remuneration_PP9_FR_vf_WEB.pdf> (données compilées par l'IGOPP à partir de SEDAR) à la p 15 ; Voir également les données pour 100 P.-D.G. canadiens les mieux rémunérés Hugh Mackenzie, *Throwing Money at the Problem 10 Years of Executive Compensation* (3 janvier 2017), en ligne : Centre canadien de politiques alternatives <https://www.policyalternatives.ca/ceo2017> (période 2008 à 2015).

Figure 5. — Variation de la rémunération des P.-D.G. des sociétés du TSX 60 (période 1998-2016)



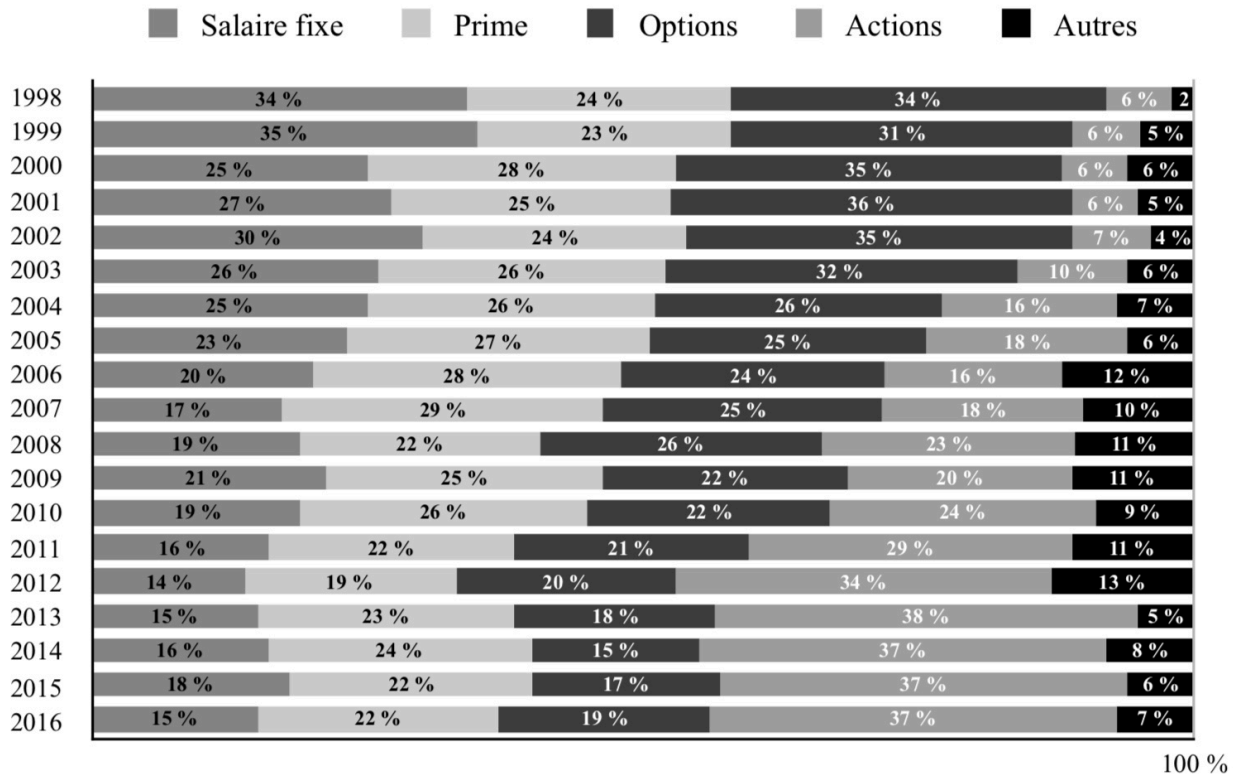
Source : Yvan Allaire, *Trancher le nœud gordien de la rémunération des dirigeants* (novembre 2017), en ligne : Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques <https://igopp.org/wp-content/uploads/2017/11/IGOPP_PP_Remuneration_PP9_FR_vf_WEB.pdf>

La variation de la rémunération totale des P.-D.G. des sociétés de l'indice TSX 60 entre 1998 et 2016, présentée à la figure 5, a atteint son plus haut niveau en 2015, atteignant une moyenne de 8,5 M$, soit 151 fois le salaire moyen des travailleurs du secteur privé au Canada[915]. De même, l'examen de la rémunération des 100 P.-D.G. canadiens entre 1998 et 2015 témoigne

[915] Yvan Allaire, *Trancher le nœud gordien de la rémunération des dirigeants* (novembre 2017), en ligne : Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques <https://igopp.org/wp-content/uploads/2017/11/IGOPP_PP_Remuneration_PP9_FR_vf_WEB.pdf> ; Voir également les données pour 100 P.-D.G. canadiens les mieux rémunérés Hugh Mackenzie, *Throwing Money at the Problem 10 Years of Executive Compensation* (3 janvier 2017), en ligne : Centre canadien de politiques alternatives <https://www.policyalternatives.ca/ceo2017> à la p 5.

d'une hausse de leur rémunération de 178 %[916]. À titre de comparaison, en 2015 aux États-Unis, la rémunération moyenne des 500 P.-D.G. les mieux rémunérés était de 17,1 M$[917].

Figure 6. — Répartition des composantes du régime de rémunération des P.-D.G. des sociétés du TSX 60 (période 1998-2016)



Source : Yvan Allaire, *Trancher le nœud gordien de la rémunération des dirigeants* (novembre 2017), en ligne : Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques <https://igopp.org/wp-content/uploads/2017/11/IGOPP_PP_Remuneration_PP9_FR_vf_WEB.pdf> à la p 15

La figure 6 représente la répartition des différentes composantes des régimes de rémunération des P.-D.G. des sociétés de l'indice TSX 60 entre 1998 et 2016. La rémunération

---

[916] Hugh Mackenzie, *Throwing Money at the Problem 10 Years of Executive Compensation* (3 janvier 2017), en ligne : Centre canadien de politiques alternatives <https://www.policyalternatives.ca/ceo2017> à la p 6.

[917] Stephen Wilmot, « Better Ways to Measure Your Boss's Pay », *Wall Street Journal* (July 5, 2017) (le journaliste rappelle que les montants de rémunération sont différents et ne correspondent pas nécessairement à la rémunération effectivement versée, notamment lorsqu'ils sont estimés en fonction de leur « fair value » et non pas de la « realised pay » : « fair value is defined as the share price on the day they are granted, which in a rising market underestimates their value when executives cash them in »).

en actions (attribution d'actions et options d'achat d'actions) est passée de 37 %, son niveau le plus bas en 1999, à 56 %, son niveau le plus haut en 2016[918]. La répartition entre l'attribution d'actions et les options d'achat d'actions a également évolué. Les options d'achat d'actions occupent une part de plus en plus réduite dans le montant total de la rémunération à base d'actions au profit de l'attribution d'actions puisque la part de cette dernière est passée de 36 %, son niveau le plus haut en 2011, à 15 %, son niveau le plus bas en 2014. Cette tendance peut témoigner de deux postures : la première est que ce changement de répartition entre ces deux composantes témoigne de la volonté des conseils d'administration de répondre aux critiques à l'égard de la rémunération à base d'option d'achat d'actions ; la seconde, moins flatteuse, provient de la fiscalité plus avantageuse appliquée aux attributions d'actions[919].

Le régime de rémunération d'un dirigeant comprend donc plusieurs composantes. Un salaire, fixé à l'avance, versé durant l'année. Le montant du salaire est amené à évoluer en fonction de nombreuses considérations telles que l'ancienneté, la concurrence, le coût de la vie, la performance ou d'autres éléments définis par la société. La détermination du salaire de base du dirigeant est faite par une analyse comparative des salaires sur le marché ou dans un secteur d'activité donné[920]. À cette analyse s'ajoute parfois celle des salaires versés par les concurrents à leurs dirigeants. La détermination de la part fixe de la rémunération s'appuie sur une méthode d'étalonnage exprimée en percentiles de revenu, laquelle varie en fonction de la taille de la société étudiée[921]. D'une part, cette méthode facilite la fixation du salaire du dirigeant par rapport à ce qui est pratiqué sur le marché et, d'autre part, elle permet à la société de demeurer attractive par la mise en place de salaires compétitifs. Cette pratique a contribué à une hausse des salaires de base puisqu'elle lie la rémunération de base à la taille de l'entreprise[922]. Ainsi,

---

[918] Ce niveau a également été atteint en 2013.

[919] Hugh Mackenzie, *Throwing Money at the Problem 10 Years of Executive Compensation* (3 janvier 2017), en ligne : Centre canadien de politiques alternatives <https://www.policyalternatives.ca/ceo2017> à la p 13.

[920] John Nofsinger et Kenneth A. Kim, *Infectious Greed: Restoring Confidence in America's Companies*, Upper Saddle River, Prentice Hall, 2003 à la p 37.

[921] Kevin J. Murphy, « Executive Compensation » dans Orley Ashenfelter et David Card, dir, *Handbook of Labor Economics*, vol 3 part B, New York, Elsevier, 1999, 2485 ; Marco Heimann, Étienne Mullet et Jean-François Bonnefon, « Legitimacy of Executive Compensation Plans: A Preliminary Study of French Laypersons' Acceptability » (2014) 35 *Psicológica* 543 à la p 545.

[922] George P. Baker, Michael C. Jensen et Kevin J. Murphy, « Compensation and Incentives: Practice vs. Theory »

seuls les salaires situés au-dessus du 50e et 75e percentile sont jugés compétitifs[923].

L'utilisation des comparaisons entre pairs est une pratique largement utilisée par les comités de rémunération afin de déterminer les éléments et les montants de rémunération adéquats pour rémunérer les dirigeants. Cependant, cette pratique généralisée de l'analyse comparative des rémunérations contribue clairement à l'augmentation de la rémunération des dirigeants[924]. En effet, la sélection des pairs revient aux comités de rémunération qui peuvent discrétionnairement faire référence à ceux qui sont les mieux rémunérés. De plus, cette hausse des rémunérations issues d'une analyse comparative peut s'expliquer par le fait que les sociétés qui recrutent des dirigeants estiment que la rémunération qu'elles proposent se situe déjà au-dessus du salaire moyen. En conséquence, les comités de rémunération, avec l'aide de consultants, choisissent des pairs dont la rémunération est supérieure à celle qu'ils proposent à leurs dirigeants[925]. Pour Yvan Allaire, cette comparaison entre pairs est basée sur une « notion erronée que le prix à payer pour le talent de gestion et de direction peut être établi à partir de ce qu'un groupe de sociétés, dites comparables, paient leurs dirigeants. C'est le maillon le plus faible de tout le système mis en place par les consultants en rémunération »[926].

Compte tenu de la spécificité du statut et des fonctions du dirigeant, l'établissement de la rémunération fixe ne se réfère pas aux critères classiques pour sa détermination, tels que l'âge, l'expérience, la formation et la performance. Bien que la part fixe de la rémunération ne représente qu'une faible part de la rémunération totale du dirigeant, elle n'en demeure pas moins

---

(1988) 43 *The Journal of Finance* 593 à la p 609.

[923] Sherwin Rosen, « Contracts and the Market for Executives » dans Lars Werin et Hans Wijkander, dir, *Main Currents in Contract Economics*, Oxford, Blackwell, 1992, 181 à la p 185 ; Kevin J. Murphy, « Executive Compensation » dans Orley Ashenfelter et David Card, dir, *Handbook of Labor Economics*, vol 3 part B, New York, Elsevier, 1999, 2485.

[924] Michel Magnan, « A Critical Analysis of Six Practices Underlying Executive Compensation Practices » (2009) 41 *Compensation & Benefits Review* 42 à la p 45 ; Michael C. Jensen, Kevin J. Murphy et Eric G. Wruck, « Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them » (12 juillet 2004), en ligne : Science Social Research Network <dx.doi.org/10.2139/ssrn.561305> à la p 56.

[925] Rachel M. Hayes et Scott Schaefer, « CEO Pay and the Lake Wobegon Effect » (2009) 94 *Journal of Financial Economics* 280 aux pp 280–282.

[926] Yvan Allaire, *Payer pour la valeur ajoutée : Trancher le nœud gordien de la rémunération des dirigeants* (mai 2012), en ligne : Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques <http://igopp.org/wp-content/uploads/2014/04/remuneration_des_dirigeants.pdf> à la p 12.

importante. En effet, de nombreuses composantes de la rémunération variable du dirigeant s'appuient sur sa part fixe. Il en est ainsi du calcul des primes annuelles qui sont calculées à partir d'un pourcentage du salaire fixe et des d'options d'achat qui correspondent à un multiple de la rémunération de base.

À cette rémunération de base fixe s'ajoute une rémunération variable à la fois à court et long terme. Depuis le milieu des années 1990, la rémunération variable constitue la majeure partie de la rémunération totale des dirigeants[927]. Le recours à la rémunération basée sur la participation du dirigeant au capital de l'entreprise provient de la volonté de contrecarrer les effets des coûts d'agence qui proviennent de la séparation de la propriété et du contrôle des sociétés par actions[928]. Comme nous l'avons vu précédemment, de tels coûts sont inévitables. Toutefois, le recours à la rémunération variable a vocation à les réduire en permettant un meilleur alignement des intérêts économiques des dirigeants avec ceux des actionnaires[929]. La deuxième composante de la rémunération variable du dirigeant est la prime dont les montants font souvent l'objet de vives critiques. La prime se définit comme :

> [Un] montant variable nominalement, souvent payé de manière forfaitaire, à la discrétion des directeurs de l'entreprise. Peut être lié à la performance, soit implicitement, soit par une formule explicite, et dans ce cas la performance est habituellement mesurée sur des données de court terme, telle que la croissance des recettes ou les profits réalisés l'année antérieure, ou bien le dépassement de ces derniers par rapport aux objectifs[930].

Deux autres composantes sont liées directement à la participation du dirigeant au capital de la société qu'il dirige. D'abord, les options sur actions qui donnent au dirigeant le droit d'acheter des actions de la société à un prix préétabli pour une durée fixée à l'avance. Au moment de l'attribution, le prix des options peut être égal ou inférieur au prix sur le marché. Ce droit conféré au dirigeant d'acheter des actions peut s'étendre sur plusieurs années. Le dirigeant

---

[927] David I. Walker, « The Way We Pay Now: Understanding and Evaluating Performance-Based Executive Pay » (2016) 1:2 *Journal of Law, Finance, and Accounting* 395 à la p 399.

[928] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305.

[929] David I. Walker, « Evolving Executive Equity Compensation and the Limits of Optimal Contracting » (2011) 64 *Vanderbilt Law Review* 611 à la p 618.

[930] Paul Milgrom et John Roberts, *Économie, organisation et management*, traduit par Bernard Ruffieux, Paris, De Boek Supérieur, 1997 à la p 548.

ne percevra cette rémunération que lorsqu'il procédera à la vente de ses titres, et qui correspondra à la différence entre le prix de vente de l'action et le montant payé par le dirigeant. Ensuite, il s'agit de l'attribution d'actions dont l'exercice est restreint. Ces actions sont données ou vendues au dirigeant à un prix inférieur à celui du marché, mais leur cession est conditionnée par des considérations relatives à la performance ou la cessation des fonctions du dirigeant[931].

Les incitatifs à court terme et à long terme se distinguent principalement par la période déterminée pour la mesure de la performance. Généralement, pour les incitatifs à court terme la période est d'une année voire moins alors que pour les incitatifs à long terme la période dépasse une année. Les premiers sont le plus souvent attribués annuellement, bien que de nombreuses entreprises réalisent des paiements trimestriels. De même, leur attribution traduit une relation avec la position hiérarchique. Les paiements peuvent être réalisés en espèces ou en actions, pour tout ou partie, afin d'augmenter le niveau d'intéressement du dirigeant. Les versements peuvent également être différés soit à des fins fiscales, soit pour favoriser la rétention du dirigeant.

On identifie généralement quatre types d'incitatifs à court et long terme[932]. Tout d'abord, il s'agit d'incitatifs à court terme dont la décision d'octroi au dirigeant est laissée à la discrétion du conseil d'administration. Pour ce type de primes, les critères d'attribution sont informels et ne reposent donc pas sur la réalisation d'objectifs de performance prédéterminés. La bonne situation financière, une conjoncture économique favorable ou encore la réalisation de profits par la société peuvent suffire à justifier leur versement. Ensuite, un deuxième type de primes reposent sur la réalisation d'un objectif de performance. Les critères de performance qui peuvent être utilisés sont nombreux et leur choix appartient au conseil d'administration. Il peut s'agir d'objectif de performance individuelle, de critères de management par objectifs, dits « Management By Objectives (MBOs) », de résultats purement financiers au niveau de la société ou d'une unité de production. Les mesures de tels objectifs peuvent être absolues, sans égard à

---

[931] R. Wayne Mondy et Joseph J. Martocchio, *Human Resource Management*, 14e éd, New York, Pearson, 2016 à la p 271.
Paul Migrom et John Roberts, *Économie, organisation et management*, traduit par Bernard Ruffieux, Paris, De Boek Supérieur, 1997 à la p 548.

[932] Luis R. Gomez-Mejia, George Paulin et Arden Grabke, « Executive Compensation: Research and Practical Implications » dans Gerald R. Ferris et al, dir, *Handbook of Human Resource Management*, Cambridge, Blackwell Publications, 1995, 548 aux pp 557–558.

leur difficulté de réalisation, ou relatives, c'est-à-dire nuancées par les prévisions internes de la société. Le troisième type de primes renvoie à des objectifs de performance précis et prédéterminés au regard de données financières spécifiques. Dès lors, leur montant est imprévisible puisqu'il peut correspondre à un montant déterminé en pourcentage des profits nets au-dessus d'un seuil prédéterminé. Enfin, le quatrième type d'incitatifs, qui s'inscrit sur le long terme, englobe les bonus et récompenses dont la mesure de la performance dépasse une année. On trouve dans cette catégorie les options, les attributions restreintes sous forme d'actions ou en espèces et les bonus liés à la performance.

Il existe une troisième catégorie dans la rémunération totale du dirigeant. Après les rémunérations fixe et variable, le régime de rémunération du dirigeant inclut des avantages sociaux et en nature. Ces avantages sont considérés comme des éléments de rémunération dissimulés, notamment compte tenu du peu de données disponibles[933]. Selon certains auteurs, ces composantes de rémunération déguisée permettent aux dirigeants d'extraire des rentes[934]. Bien que le caractère non incitatif de ces éléments ait été démontré, leur usage est largement répandu et permet un camouflage de montants de rémunération totalement déconnectés de toute mesure de performance[935]. En plus du régime de retraite général de la société auquel tous les employés ont droit, les dirigeants bénéficient de régimes de retraite supplémentaire, dits « SERPs » (« Senior Executive Retirement Plans »). Leur poids quantitatif dans la rémunération globale du dirigeant est difficile à évaluer pour plusieurs raisons. D'abord, parce qu'il est difficile de convertir de futurs paiements en montant annuel de rémunération, mais aussi parce que leur montant ne fait pas l'objet d'une divulgation particulièrement exigeante qui permet une mesure suffisante de leur valeur actuelle[936]. En effet, le régime de retraite est alimenté par des versements effectués pendant que le dirigeant est encore en fonction. Ce n'est qu'à l'issue du terme de son contrat ou de son congédiement qu'il percevra les sommes ainsi accumulées. La

---

[933] Carola Frydman et Dirk Jenter, « CEO Compensation » (2010) 2 *Annual Review of Financial Economics* 75.

[934] Michael C. Jensen, « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers » (1986) 76 *The American Economic Review* 323.

[935] Lucian Bebchuk et Jessie Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004 aux pp 95–96.

[936] Kevin J. Murphy, « Executive Compensation » dans Orley Ashenfelter et David Card, dir, *Handbook of Labor Economics*, vol 3 part B, New York, Elsevier, 1999, 2485 aux pp 2485–2563.

nature même de ce régime avantageux octroyé au dirigeant contribue à rendre la rémunération du dirigeant obscure, notamment aux yeux des actionnaires[937].

Les hauts dirigeants des sociétés bénéficient également de nombreux avantages en nature qui peuvent avoir une valeur considérable. De tels avantages, désignés en anglais « perks », peuvent se définir comme une « rémunération non monétaire offerte à certains employés… [qui] n'est pas strictement nécessaire à l'accomplissement des devoirs de l'employé »[938]. Les exemples sont nombreux : abonnements à des clubs privés, véhicules de fonctions, prise en charge de frais de voyage, services de planification financière, prêts gratuits et remboursement de taxes. Au Canada, une pratique courante tend à égaliser les revenus perçus par les dirigeants au même niveau que ceux perçus par les dirigeants de sociétés américaines après impôts. Concrètement, cela se traduit par des remboursements du surplus de taxes payées par le dirigeant canadien par rapport à son concurrent américain afin d'obtenir des niveaux de rémunération équivalents[939]. Ces avantages en nature sont conformes à l'hypothèse d'appropriation de rentes. En effet, les actionnaires tendent à réagir négativement à la divulgation de l'utilisation de ressources de la société par les dirigeants[940]. D'ailleurs, dans la théorie de l'agence, la jouissance de ses avantages conférés au dirigeant illustre parfaitement le conflit d'intérêts entre le dirigeant et les actionnaires[941]. Ces avantages sociaux et en nature représentent une part importante de la rémunération totale du dirigeant, mais leur montant demeure difficilement quantifiable.

Paragraphe 2. — Les pratiques et les dérives en matière de rémunération

Selon la théorie économique du crime, les individus commettent des fraudes lorsque la

---

[937] Lucian A. Bebchuck et Jesse M. Fried, « Stealth Compensation via Retirement Benefits » (2004) 1 *Berkeley Business Law Journal* 291 aux pp 306, 318.

[938] Raghuram G. Rajan et Julie Wulf, « Are Perks Purely Managerial Excess? » (2006) 79 *Journal of Financial Economics* 1 à la p 2.

[939] Lucian Bebchuk et Jessie Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004 aux pp 107–108 ; Richard J. Long, *Strategic Compensation in Canada*, 3e éd, Toronto, Thomson Nelson, 2006 à la p 227.

[940] David Yermack, « Flights of Fancy: Corporate Jets, CEO Perquisites, and Inferior Shareholder Returns » (2006) 80 *Journal of Financial Economics* 211 (les conclusions de cette étude se basent sur l'utilisation de l'avion privé de la société par le dirigeant).

[941] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 à la p 313.

valeur du bénéfice attendu est supérieure à la valeur de l'inconvénient d'être attrapé ou condamné[942]. Les pratiques frauduleuses en matière de rémunération peuvent être analysées au regard du modèle du triangle de la fraude développé en 1950 par Donald R. Cressey[943]. Selon l'auteur, la fraude se présente comme une séquence où trois éléments successifs sont réunis[944]. Premièrement, le fraudeur fait face à une situation problématique qu'il n'est pas en mesure de partager avec son entourage (« nonshareability »), telle que des difficultés financières. Deuxièmement, la situation problématique à laquelle est confrontée l'auteur devient une motivation à la fraude qui est présentée comme une solution spécifique à son problème (« a stimulus to violation »). Troisièmement, l'acte frauduleux est justifié au regard du contexte moral de l'auteur, notamment en sous-évaluant la gravité de l'acte commis (« verbalizations » ou « rationalizations »)[945]. Si le modèle développé par Donald R. Cressey a mis l'accent sur les facteurs de la fraude et les justifications offertes par leurs auteurs, un autre modèle met lui de l'avant les actes frauduleux[946]. Selon ce dernier modèle, l'acte frauduleux se caractérise par trois éléments : l'acte lui-même (son exécution et sa méthodologie), sa dissimulation (les actes entrepris pour masquer la fraude) et sa conversion (les moyens déployés pour permettre l'usage de ce qui a été frauduleusement acquis ou détourné)[947].

Dans de pareilles circonstances, la théorie du crime et le modèle du triangle de la fraude

---

[942] Gary S. Becker, « Crime and Punishment: An Economic Approach » (1968) 76 *Journal of Political Economy* 169 à la p 178.

[943] Donald R. Cressey, « The Criminal Violation of Financial Trust » (1950) 15 *American Sociological Review* 738.

[944] Donald R. Cressey, « The Criminal Violation of Financial Trust » (1950) 15 *American Sociological Review* 738 aux pp 742–743.

[945] Donald R. Cressey, « The Criminal Violation of Financial Trust » (1950) 15 *American Sociological Review* 738 aux pp 742–743 ; Donald R. Cressey, *Delinquency, Crime and Differential Association*, La Hague, Martinus Nijhoff, 1964 à la p 97 ; Julien Le Maux, Nadia Smaïli et Walid Ben Amar, « De la fraude en gestion à la gestion de la fraude. Une revue de la littérature » (2013) 2 *Revue française de gestion* 73 à la p 76.

[946] Jack Dorminey, A. Scott Fleming, Mary-Jo Kranacher et Richard A. Riley, « The Evolution of Fraud Theory » (2012) 27 *Issues in Accounting Education* 555 ; Mary-Jo Kranacher, Bonnie W. Morris, Timothy A. Pearson et Richard A. Riley, « A Model Curriculum for Education in Fraud and Forensic Accounting » (2008) 23 *Issues in Accounting Education* 505 ; Julien Le Maux, Nadia Smaïli et Walid Ben Amar, « De la fraude en gestion à la gestion de la fraude. Une revue de la littérature » (2013) 2 *Revue française de gestion* 73 aux pp 76–77.

[947] Jack Dorminey, A. Scott Fleming, Mary-Jo Kranacher et Richard A. Riley, « The Evolution of Fraud Theory » (2012) 27 *Issues in Accounting Education* 555 à la p 559 ; Mary-Jo Kranacher, Bonnie W. Morris, Timothy A. Pearson et Richard A. Riley, « A Model Curriculum for Education in Fraud and Forensic Accounting » (2008) 23 *Issues in Accounting Education* 505 à la p 511.

ou de l'acte frauduleux offrent un éclairage intéressant quant à certaines dérives en matière de rémunération. Ainsi, la multiplicité des composantes du régime de rémunération ainsi que leur dimension incitative ont contribué au développement de pratiques non éthiques, et parfois frauduleuses et illégales, de la part des dirigeants. La rémunération liée à la valeur boursière des titres des sociétés constitue la majeure partie de la rémunération totale des dirigeants[948]. Dès lors que la rémunération incitative est largement fonction de la variation des titres de la société qu'il dirige, le dirigeant est incité à manipuler artificiellement les résultats de sa performance[949]. Par conséquent, la rémunération incitative et la faible performance organisationnelle tendent à accroître les risques de manipulations comptables, de falsifications d'informations financières et de pratiques douteuses, tant au niveau de la société que de leurs dirigeants[950].

Même si la rémunération variable comporte de nombreux bénéfices, elle engendre donc des effets indésirables matérialisés par les fraudes en matière de valeurs mobilières ou des comportements, qui sans être illégaux, manifestent des pratiques discutables[951]. Les pratiques visées, qu'elles soient légales ou illégales, ont pour conséquence la manipulation des informations financières. Selon les professeurs Bar-Gill et Bebchuk ces manipulations correspondent à :

> [A]ny action that enables low-value companies to report the same earnings, or revenues, or other dimensions of corporate performance, as high-value companies report. This category includes, of course, cases in which companies get auditors to approve statements that are inconsistent with accounting standards. But it also includes cases in which companies with low long-term prospects take actions that are completely legal, being within accepted accounting and legal standards, to be able to make statements about the company's current performance that make it impossible for investors to

---

[948] Brian J. Hall et Kevin J. Murphy, « The Trouble with Stock Options » (2003) 17 *Journal of Economic Perspectives* 49.

[949] Mark J. Roe, « The Institutions of Corporate Governance » dans Claude Ménard et Mary M. Shirley, dir, *Handbook of New Institutional Economics*, Berlin, Springer, 2005, 371 à la p 383.

[950] Jared Harris et Philip Bromiley, « Incentives to Cheat: The Influence of Executive Compensation and Firm Performance on Financial Misrepresentation » (2007) 18 *Organization Science* 350 ; A. Scott Fleming, Dana R. Hermanson, Mary-Jo Kranacher et Richard A. Riley, « Financial Reporting Fraud: Public and Private Companies » (2016) 1 Journal of Forensic Accounting Research A27 à la p A29.

[951] Jap Efendi, Anup Srivastava et Edward P. Swanson, « Why Do Corporate Managers Misstate Financial Statements? The Role of Option Compensation and Other Factors » (2007) 85 *Journal of Financial Economics* 667.

distinguish the company from companies with high long-term prospects[952].

Ainsi, le fort pouvoir incitatif des options d'achat d'actions peut motiver le dirigeant à prendre des mesures qui vont augmenter de manière réelle ou artificielle la valeur boursière des titres[953]. Il semble que dans les sociétés où la rémunération variable représente une part substantielle de la rémunération des dirigeants, les cas de fraudes et de manipulations d'informations financières soient plus fréquents[954]. Toute surévaluation de la performance des titres transmet de l'information erronée au marché. Si de telles opérations peuvent s'avérer avantageuses à court terme pour le dirigeant, les implications à long terme sont toutes autres. En effet, pour maintenir l'apparence d'une bonne performance, les dirigeants vont procéder à des acquisitions pour continuer à leurrer le marché en maintenant l'illusion de croissance. Mais l'illusion ne peut pas durer indéfiniment comme le démontre le nombre de scandales recensés par la presse économique et, tôt ou tard, le marché finit par réajuster la valeur réelle de l'entreprise. Ainsi, les nombreux scandales qui ont visé les entreprises Enron, Nortel, Worldcom, Xerox ou Quest témoignent que ces pratiques, malgré l'ingéniosité financière et comptable qu'elles déploient, détruisent la valeur de la société sur le long terme[955].

En plus d'inciter à la mise en place de pratiques comptables illégales, le marché réagit largement à la manière dont l'information financière est présentée et divulguée. Pour la majeure partie des cas, les pratiques employées par les dirigeants ne relèvent pas de comportements frauduleux, mais tendent à rendre la divulgation d'informations moins transparente. En effet, les dirigeants disposent d'une certaine discrétion dans la manière dont ils présentent leur bilan comptable, notamment par communiqué de presse. La quantité et la présentation des informations divulguées ont un impact sur la réaction du marché. En effet, la divulgation d'informations dans un format moins visible et proéminent se traduit par une variation réduite

---

[952] Oren Bar-Gill et Lucian Arye Bebchuk, « Misreporting Corporate Performance » (juin 2003), en ligne : Science Social Research Network <papers.ssrn.com/abstract_id=354141>.

[953] Jared Harris et Philip Bromiley, « Incentives to Cheat: The Influence of Executive Compensation and Firm Performance on Financial Misrepresentation » (2007) 18 *Organization Science* 350 à la p 352.

[954] Shane A. Johnson, Harley E. Ryan et Yisong S. Tian, « Managerial Incentives and Corporate Fraud: The Sources of Incentives Matter » (2009) 13 *Review of Finance* 115 à la p 118.

[955] Michael C. Jensen, « Agency Costs of Overvalued Equity » (2005) 34 *Financial Management* 5 aux pp 11–14.

de la valeur des titres[956]. Le marché et les intervenants subissent également les conséquences de la révélation de fraudes. En effet, les fraudes viennent troubler le climat de confiance qui règne entre le marché, les entreprises et les investisseurs. Elles fragilisent également la crédibilité et la surveillance des autorités réglementaires, des sociétés d'audit, des agences de notation, des conseils d'administration et des comités de rémunération, quand bien même les agissements frauduleux ne leur sont pas imputables[957].

Compte tenu de la part croissante occupée par la rémunération incitative dans la rémunération totale des dirigeants, de nombreuses préoccupations ont été formulées, tant au Canada qu'aux États-Unis, à l'égard de certaines pratiques, notamment celle des options d'achats d'actions antidatées[958]. Ce phénomène illustre un problème d'agence puisque les manipulations visent à servir les intérêts des dirigeants au détriment de ceux des actionnaires. La pratique des options antidatées prend généralement deux formes. La première consiste à déclarer une option d'achat d'actions, lors d'une séance du conseil d'administration, sans toutefois en préciser le prix d'exercice. La seconde consiste à changer purement et simplement la date d'émission initiale de l'action[959]. Ainsi, l'antidatage devient intéressant dès lors que le prix de l'action a augmenté dans la période précédant la fixation de la date par le conseil d'administration. En tant que composante de la rémunération des dirigeants, l'antidatage est une pratique qui illustre l'abus des dirigeants à l'égard des actionnaires puisqu'elle camoufle la réalité du lien entre leur gestion et la performance de la société. En effet, d'une part, elle implique des gains rétroactifs qui ne coïncident avec aucune performance financière et, d'autre part, elle masque la différence entre la date d'émission et le choix d'une date où le prix est

---

[956] Rebecca Files, Edward P. Swanson et Senyo Tse, « Stealth Disclosure of Accounting Restatements » (2009) 84 *The Accounting Review* 1495 à la p 1499.

[957] Michel Magnan et Denis Cormier, « Fraudes financières et dirigeants d'entreprise : les leçons à tirer » (2010) 35 *Gestion* 61 à la p 61.

[958] Ryan Compton, Daniel Sandier et Lindsay Tedds, « Options Backdating: A Canadian Perspective » (2010) 47 *Canadian Business Law Journal* 363 aux pp 366–367 (on soulignera que pour le contexte canadien, il y a peu de données empiriques relatives aux options antidatées contrairement à celles qui sont disponibles dans le contexte américain. Cependant, les mêmes conclusions semblent pouvoir être tirées des deux contextes).

[959] M. P. Narayanan, Cindy A. Schipani et H. Nejat Seyhun, « The Economic Impact of Backdating of Executive Stock Options » (2007) 105 *Michigan Law Review* 1597 aux pp 1597–1600.

inférieur[960]. Cette pratique remet en cause la raison d'être de la rémunération incitative. Puisqu'il est possible de modifier le prix de l'option, le bénéfice est assuré pour le dirigeant puisqu'il est en mesure de réaliser des gains, sans égard à la bonne ou mauvaise performance du titre[961].

Les options d'achat d'actions, comme composante incitative de la rémunération, peuvent donc contribuer à aggraver la divergence d'intérêts qu'elles sont censées décourager. De plus, le choix de la date d'émission des options d'achat d'actions démontre l'opportunisme du dirigeant. Dans la plupart des cas, les dates choisies précèdent souvent l'annonce d'informations susceptibles de faire varier la valeur du titre de la société et d'accroître significativement le montant de la rémunération[962]. Le professeur David Walker a souligné que l'antidatage des options avait pu contribuer à la hausse des rémunérations. En effet, la valeur à la date d'attribution des options est utilisée pour évaluer la rémunération totale des dirigeants et établir les comparaisons entre pairs. Dès lors, puisque les rémunérations des dirigeants sont d'apparence moins élevée, la pratique de l'antidatage a pu les amener à négocier des rémunérations plus élevées[963].

De la même manière, les dirigeants peuvent choisir de reporter ou de précipiter l'annonce de nouvelles susceptibles d'avoir des conséquences négatives ou positives sur la performance du titre de la société[964]. Les plans d'options sur actions placent le dirigeant dans une position d'initié en manipulant le moment où l'information va circuler sur le marché, sans pour autant tomber sous le coup d'un délit d'initié[965]. La pratique des options antidatées n'est pas illégale

---

[960] Avshalom M. Adam et Mark S. Schwartz, « Corporate Governance, Ethics, and the Backdating of Stock Options » (2009) 85 *Journal of Business Ethics* 225 à la p 227.

[961] Avinash Arya et Huey-Lian Sun, « Stock Option Repricing: Heads I Win, Tails You Lose » (2004) 50 *Journal of Business Ethics* 297 aux pp 297–298.

[962] David Yermack, « Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements » (1997) 52 *The Journal of Finance* 449 à la p 450.

[963] David I. Walker, « Unpacking Backdating: Economic Analysis and Observations on the Stock Option Scandal » (2007) 87 *Boston University Law Review* 561 aux pp 564–565.

[964] David Aboody et Ron Kasznik, « CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures » (2000) 29 *Journal of Accounting and Economics* 73 à la p 74.

[965] Keith W. Chauvin et Catherine Shenoy, « Stock Price Decreases Prior to Executive Stock Option Grants » (2001) 7 *Journal of Corporate Finance* 53.

en elle-même dans la mesure où la société est libre de fixer le prix d'exercice des options[966]. Toutefois, pour être légale la pratique doit respecter trois conditions : les documents relatifs aux options d'achats d'actions ne doivent pas avoir été falsifiés, la société doit communiquer aux actionnaires que la date d'attribution des titres a été antidatée, et la pratique doit faire l'objet d'une divulgation financière adéquate[967]. L'antidatage peut être constitutif d'une violation des devoirs fiduciaires des administrateurs et dirigeants. En effet, une décision de la Cour de chancellerie du Delaware a jugé que :

> A director who approves the backdating of options faces at the very least a substantial likelihood of liability, if only because it is difficult to conceive of a context in which a director may simultaneously lie to his shareholders (regarding his violations of a shareholder-approved plan, no less) and yet satisfy his duty of loyalty. Backdating options qualifies as one of those "rare cases [in which] a transaction may be so egregious on its face that board approval cannot meet the test of business judgment, and a substantial likelihood of director liability therefore exists"[968].

En l'espèce, la Cour s'est particulièrement attachée au caractère intentionnel de la violation du plan d'achat d'actions préapprouvé et à l'attitude du conseil qui a falsifié la date d'attribution des titres dans les documents divulgués au public[969].

Dans une décision similaire *In re Tyson Foods, Inc Consol. S'holder Litig*[970], la Cour de chancellerie du Delaware a jugé que « granting spring-loaded options, without explicit authorization from shareholders, clearly involves an indirect deception »[971]. Au Québec, le tribunal administratif de l'Autorité des marchés financiers a jugé, le 16 août 2016, que la pratique du « spring-loading » constituait une infraction à la *Loi sur les valeurs mobilières*[972]. Selon le tribunal, cette pratique constitue un délit d'initié dans la mesure où :

---

[966] Jesse M. Fried, « Option Backdating and Its Implications » (2008) 65 *Washington & Lee Law Review* 853 à la p 861.

[967] Ryan Compton, Daniel Sandier et Lindsay Tedds, « Options Backdating: A Canadian Perspective » (2010) 47 *Canadian Business Law Journal* 363 aux pp 369–370.

[968] *Ryan v Gifford*, 918 A (2d) 341 aux pp 355–356 (Del Ch 2007).

[969] *Ryan v Gifford*, 918 A (2d) 341 à la p 358 (Del Ch 2007).

[970] *In re Tyson Foods, Inc Consol. S'holder Litig*, 919 A (2d) 563 (Del Ch 2007).

[971] *In re Tyson Foods, Inc Consol. S'holder Litig*, 919 A (2d) 563 à la p 53 (Del Ch 2007).

[972] *Autorité des marchés financiers c Filiatreault*, 2016 QCTMF 8, en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/bulletin/2016/vol13no34/vol13no34_2-2.pdf> à la p 73 et s.

> Il s'agit essentiellement d'une opération financière « amorcée » par les dirigeants d'un émetteur assujetti en possession d'information privilégiée et qui consiste à émettre des options permettant d'acheter des actions de cet émetteur au prix du marché, et ce, alors qu'ils savent fort bien que le prix de ces actions est susceptible de s'accroître considérablement lorsque cette information privilégiée, sera dans un avenir relativement proche, publiquement divulguée[973].

Le prix d'exercice des options peut aussi être révisé par le conseil d'administration. Il s'agit ici d'une pratique qui permet au conseil d'administration de favoriser le dirigeant. Le conseil d'administration peut ainsi en toute discrétion décider du rachat ou de la révision à la baisse du prix d'exercice des options octroyées au dirigeant[974]. En procédant de la sorte, le conseil s'assure de maintenir la motivation du dirigeant en lui épargnant une perte de valeur de ses titres. Compte tenu de la discrétion et de l'opacité qui les entourent, les options ont longtemps été une composante privilégiée de la rémunération des dirigeants de sociétés par actions canadiennes. Depuis plusieurs années, leur part s'est réduite significativement au profit de l'attribution d'actions[975]. De plus, d'autres types d'options peuvent être assortis de conditions plus contraignantes, notamment quant à la durée de détention[976]. Ces options restreintes ou fictives « correspondent aux actions communes, mais n'entraînent pas de prérogatives de propriété […] qui donnent droit au dirigeant de recevoir les dividendes et plus-values qu'il aurait perçus sur des actions effectives »[977]. L'imposition d'un délai de détention minimal est censée replacer le dirigeant dans une perspective de long terme[978].

De la même manière, la part croissante des attributions d'actions fait l'objet d'aménagements selon différentes modalités. Par exemple, les unités d'actions temporairement incessibles et les unités d'actions liées à la performance permettent d'assortir le versement de la

---

[973] *Autorité des marchés financiers c Filiatreault*, 2016 QCTMF 8, en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/bulletin/2016/vol13no34/vol13no34_2-2.pdf> à la p 94, au para 72.

[974] John R. Nofsinger et Kenneth A. Kim, *Infectious Greed: Restoring Confidence in America's Companies*, Upper Saddle River, Prentice Hall, 2003 à la p 42.

[975] Voir *supra* figure 6.

[976] Les options fictives sont généralement utilisées dans les sociétés fermées Bruce R. Ellig, « Phantom Stock Executive Compensation Plans » (2014) 46 *Compensation & Benefits Review* 89 à la p 90.

[977] Paul Milgrom et John Roberts, *Économie, organisation et management*, traduit par Bernard Ruffieux, Paris, De Boek Supérieur, 1997 à la p 549.

[978] Edward Iacobucci et Michael J. Trebilcock, *Value For Money: Executive Compensation in the 1990s*, Toronto, C.D. Howe Institut, 1996 aux pp 15–19.

rémunération à une durée de détention et à des conditions de performance[979]. Il est également possible d'allonger la durée de détention en recourant à des unités d'actions différées où le versement n'interviendra qu'à la cessation des fonctions du dirigeant ou de l'administrateur[980].

D'autres dérives sont également attachées aux versements de sommes d'argent au moment de la conclusion et de la fin du contrat d'emploi du dirigeant. Ces versements contribuent à affaiblir le lien entre la performance et la rémunération du dirigeant. À la signature du contrat, le dirigeant peut percevoir une somme initiale dont le montant représente une fraction plus ou moins importante de sa rémunération annuelle. Cet élément de rémunération est totalement détaché de toute performance managériale puisqu'il en acquiert le bénéfice avant même d'avoir fait ses preuves. La justification avancée par les sociétés pour de tels versements est qu'ils sont souvent le moyen d'attirer des dirigeants talentueux, voire charismatiques, à la tête de l'entreprise. De même, ce « golden hello » est censé suppléer la perte de revenus que va subir le dirigeant qui occupe déjà un poste équivalent dans une autre entreprise. Pour s'assurer d'être attractive, la société fixe donc un montant dont la valeur supérieure lui assure une meilleure attractivité par rapport aux autres opportunités qui peuvent être offertes au candidat au poste de dirigeant. De tels versements peuvent prendre plusieurs formes, mais généralement ils demeurent insensibles à toute mesure de performance. Par conséquent, comme composante de la rémunération totale, les « golden hello » amoindrissent le lien entre la rémunération et la performance[981].

Suivant la même logique, à la fin du contrat, le dirigeant peut recevoir un « parachute doré » qui donne droit à une indemnisation lorsqu'un changement de contrôle s'opère dans la société. La notion même de changement de contrôle peut s'apprécier largement. Il peut s'agir

---

[979] David Crawford et Bridget da Silva, « Formules de rémunération fondée sur des actions autres que les options sur actions » (2014) Comptables agréés professionnels du Canada Document de travail, en ligne : <https://www.cpacanada.ca/fr/ressources-en-comptabilite-et-en-affaires/information-financiere-et-non-financiere/rapport-de-gestion-et-autres-rapports-financiers/publications/remuneration-fondee-sur-des-actions-formules-possibles> à la p 15.

[980] Paul André, Samer Khalil et Michel Magnan, « The Adoption of Deferred Share Unit Plans for Outside Directors and Shareholder Wealth » (2012) 16 *Journal of Management and Governance* 81 à la p 83.

[981] Lucian Bebchuk et Jessie Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004 aux pp 130–131.

de l'acquisition d'un pourcentage des droits de contrôle, d'un renouvellement d'une majorité des membres du conseil d'administration, de la fusion de l'entreprise, de la vente d'une part importante de ses actifs voire de sa liquidation[982]. Supposément, la stipulation de cette indemnité contribue à attirer et à conserver des dirigeants performants. En effet, cette indemnité permet de pallier la réticence du dirigeant à s'impliquer dans la gestion d'une société qui lui fera perdre son investissement et son emploi en cas de changement de contrôle[983]. Par ailleurs, un dirigeant qui est démis de ses fonctions ou qui choisit de quitter la société ne recevra pas un « parachute doré », mais des indemnités conventionnelles de départ.

La rémunération du dirigeant comprend de nombreux éléments dont un salaire fixe, des primes et des bonus. Afin de maintenir la logique incitative de la rémunération, on recourt aux options d'achats d'actions, lesquelles sont parfois source d'abus et de dérives. Bien qu'elles contribuent à un alignement des intérêts des actionnaires et des dirigeants, la discrétion qui les entoure crée des opportunités pour le dirigeant de poursuivre des intérêts étrangers à la société. Par ailleurs, d'autres composantes méritent une attention particulière de la part des comités de rémunération. Par expérience, les versements réalisés en marge du contrat de travail ou provenant de la rupture de la relation contractuelle représentent également une part significative de la rémunération dont les conséquences sociales, réputationnelles et économiques sont souvent négligées.

Sous-section 2. — Les déterminants de la rémunération

La théorie de l'agence propose deux approches pour analyser le processus d'élaboration du régime de rémunération du dirigeant. D'une part, selon la théorie du contrat optimal, la détermination de la rémunération résulte d'une négociation entre le dirigeant et les actionnaires sur un pied d'égalité. D'autre part, la théorie du pouvoir managérial se fonde sur l'hypothèse que ce processus est largement placé sous l'influence du dirigeant.

---

[982] G. McGowan et C. Bowie, *Change of Control: Triggers and Parachutes*, collection Executive Compensation Reports, Vancouver, D. P. Publications Co, 1995, tel que cité dans Christine Noël Lemaitre et Etienne Redor, « Les parachutes dorés sont-ils (vraiment) contraires à l'éthique ? » (2010) 298:3 *Humanisme et Entreprise* 29 aux pp 32–33.

[983] Michael C. Jensen, « Takeovers: Their Causes and Consequences » (1988) 2 *The Journal of Economic Perspectives* 21 à la p 40.

Paragraphe 1. — Le contrat optimal de rémunération

Comme nous l'avons exposé lors de notre premier chapitre sur les théories de l'entreprise, les rapports de force qui naissent au sein de la société sont appréhendés sous l'angle de l'économie organisationnelle. Au sein de cette branche de l'économie, la théorie de l'agence occupe une place primordiale. Les théories explicatives de la rémunération des dirigeants découlent de cette théorie. On retrouve ainsi au cœur de la théorie de l'agence la divergence d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires. Ce problème d'agence a pour origine la recherche par les dirigeants de la maximisation de leur profit par la séparation du contrôle et de la propriété des sociétés par actions[984]. Le problème d'agence devient ainsi un enjeu de pouvoirs et de la discrétion managériale[985], dont les bénéfices pour les dirigeants peuvent être variés[986]. L'évolution des régimes de rémunération des dirigeants est perçue comme la conséquence des changements qui ont affecté la structure des sociétés par actions[987]. Ainsi, l'importance accordée à la dimension financière et incitative de la rémunération des dirigeants leur permettrait de profiter indûment des ressources de la société au détriment des actionnaires[988].

Selon l'approche du contrat optimal, le conseil d'administration a pour rôle de proposer au dirigeant un régime de rémunération incitatif afin d'assurer un alignement effectif de leurs intérêts avec ceux de la société. Le caractère incitatif de la rémunération devient ainsi une exigence incontournable puisqu'il est impossible de rédiger un contrat complet entre les parties. Théoriquement, un contrat complet qui est élaboré précisément doit être en mesure de résoudre les problèmes liés à la motivation. Il doit pouvoir stipuler avec exactitude ce qui est attendu des parties en toutes circonstances et il doit opérer une répartition des coûts et bénéfices réalisés. Cependant, l'approche du contrat complet ne permet pas d'appréhender la relation d'agence et

---

[984] Adolf A. Berle et Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1932.

[985] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305.

[986] Andrei Shleifer et Robert Vishny, « A Survey of Corporate Governance » (1997) 52 *Journal of Finance* 737.

[987] Detlev Vagts, « Challenges to Executive Compensation: For the Markets or the Courts? » (1983) 8 *Journal of Corporation Law* 231 à la p 245.

[988] Linda J. Barris, « The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay » (1992) 68 *Indiana Law Journal* 59 à la p 67.

les problèmes de motivation puisque la relation entre le dirigeant et les actionnaires est imprévisible et ne peut pas se traduire en termes complets et exécutoires. En effet, la relation d'agence est empreinte de rationalité limitée et d'incertitude, qui recouvrent la fiabilité limitée des prévisions, les coûts des solutions envisagées et de la prise en compte des événements à venir. Dès lors, le contrat optimal est celui qui minimise les coûts d'agence, entendus comme la somme des coûts engendrés par l'élaboration du contrat, sa surveillance et tous les autres coûts engagés pour garantir un certain niveau de conformité avec les intérêts des actionnaires[989]. Autrement dit, le contrat optimal est celui par lequel les parties, en respectant les termes, agissent efficacement[990]. Le contrat de rémunération optimal doit ainsi permettre d'offrir un haut degré d'attractivité pour le candidat que le conseil souhaite recruter ou maintenir au poste de dirigeant ; des incitatifs adéquats pour s'assurer que le dirigeant fournira les efforts nécessaires à la maximisation de la valeur actionnariale ; et un régime qui minimisera l'ensemble des coûts afférents à la relation d'agence.

Compte tenu de la spécificité des talents et compétences recherchées chez un dirigeant, le niveau de rémunération joue un rôle essentiel pour attirer des candidats talentueux. Selon la théorie de la productivité marginale, l'offre et la demande pour les dirigeants talentueux sont un déterminant de la rémunération[991]. Pour que le poste de dirigeant offert revête un véritable attrait pour le candidat, les conditions offertes par la société doivent être plus avantageuses que celles dont il dispose potentiellement déjà. Sous l'angle de la théorie de l'agence, les dirigeants sont des agents qui ont une forte tendance à l'opportunisme et le marché d'emploi des dirigeants ne revêt pas les caractéristiques d'un marché compétitif. Dès lors, la rémunération incitative permet

---

[989] Voir *supra* chapitre 1.

[990] Pour une revue de littérature sur la théorie du contrat optimal Stephen A. Ross, « The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem » (1973) 63 *American Economic Review* 134 ; James A. Mirrlees, « The Optimal Structure of Incentives and Authority within an Organization » (1976) 7 *The Bell Jounal of Economics* 105 ; Bengt Holmstrom, « Moral Hazard and Observability » (1979) 10 *The Bell Journal of Economics* 74 ; Steven Shavell, « Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship » (1979) 10 *The Bell Jounal of Economics* 55 ; Bengt Holmstrom, « Moral Hazard in Teams » (1982) 13 *The Bell Journal of Economics* 324 ; Sanford J. Grossman et Oliver D. Hart, « An Analysis of the Principal-Agent Problem » (1983) 51 *Econometrica* 7 ; Dilip Mookherjee, « Optimal Incentive Schemes with Many Agents » (1984) 51 *The Review Economics Studies* 433.

[991] David R. Roberts, « A General Theory of Executive Compensation Based on Statistically Tested Propositions » (1956) 70 *The Quarterly Journal of Economics* 270 à la p 283.

de renforcer la comptabilité entre les intérêts des dirigeants et les intérêts des actionnaires tout en permettant d'augmenter la demande pour le talent managérial[992]. Le recrutement d'un dirigeant est souvent conditionné par ses performances passées, lesquelles témoignent de ses capacités, de ses compétences et de son expertise. Selon la théorie du capital humain, ces caractéristiques sont des déterminants essentiels de la rémunération des dirigeants d'entreprise[993]. Ainsi, le dirigeant acquiert de la valeur au cours de sa carrière, laquelle est principalement fonction de son expérience passée et de sa formation[994]. Néanmoins, leur valeur sur le marché des dirigeants d'entreprise serait largement fonction de « leur capacité (perçue ou réelle) à "créer de la valeur pour les actionnaires" »[995]. En acceptant un nouveau poste, les dirigeants exposent leur capital humain à un risque. Par conséquent, la rémunération à l'embauche constitue un incitatif nécessaire pour que le dirigeant accepte d'exposer la valeur de son capital humain au risque, lequel affecte ses perspectives de carrière ainsi que son employabilité présente et future.

Le contrat optimal de rémunération incite donc le dirigeant à fournir les efforts nécessaires au bon exercice de sa mission et à la prise de décision qui favoriseront la création de valeur actionnariale. Comme dans toute relation d'agence, le risque est que le dirigeant se soustraie à ses obligations ou qu'il fournisse un effort minimal pour la maximisation de la valeur actionnariale. Autrement dit, le dirigeant peut être incité à travailler de manière sous-optimale, notamment parce qu'il ne bénéficie que d'une fraction de la valeur que son travail génère pour la société. Par ailleurs, en raison de sa position privilégiée, le dirigeant est en mesure de prendre des actions qui vont maximiser son utilité au détriment de celle des actionnaires. De telles actions peuvent inclure le choix de bureaux luxueux, l'usage excessif des ressources de la société à son avantage, la mise en œuvre de stratégies peu risquées, la réduction de la valeur de

---

[992] Carola Frydman et Dirk Jenter, « CEO Compensation » (2010) 2 *Annual Review of Financial Economics* 75 à la p 90.

[993] Barry Gerhart et George T. Milkovich, « Organizational Differences in Managerial Compensation and Financial Performance » (1990) 33 *The Academy of Management Journal* 663 à la p 664.

[994] Gary S. Becker, *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education*, 2e éd, Chicago, University of Chicago Press, 1975.

[995] Yvan Allaire et Mihaela Firsirotu, *Plaidoyer pour un nouveau capitalisme : sur les causes profondes des crises financières et sur les moyens d'en sortir*, Montréal, Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques, 2010 à la p 120.

la société lors d'une tentative de prise de contrôle, etc[996]. L'ensemble de décisions critiques qui peuvent être prises par le dirigeant, tout comme l'imprévisibilité des décisions qui devront être prises à l'avenir, complexifient d'autant plus l'élaboration d'un contrat optimal de rémunération. Pour assurer l'embauche d'un nouveau dirigeant ou le maintien en fonction du dirigeant actuel, la société va proposer un régime de rémunération dont la valeur est supérieure au coût d'opportunité du dirigeant. Ce surplus constitue la part de la rémunération véritablement incitative. Enfin, en vertu de la théorie du contrat optimal, la rémunération peut continuer à augmenter tant que son coût ne l'emporte pas sur le bénéfice en matière de performance qu'elle génère.

Trois prémisses permettent l'élaboration d'un régime de rémunération optimal pour la société et les actionnaires. La première est que les actionnaires et le dirigeant négocient d'égal à égal pour choisir un régime de rémunération qui maximise la valeur actionnariale. Selon la deuxième, alors même que le conseil d'administration peut être sous l'influence du dirigeant, des contraintes issues du marché le contraignent à adopter le régime qui sera le plus favorable à la défense de l'objectif actionnarial. Troisièmement, les actionnaires peuvent manifester leur mécontentement à l'égard de l'adoption d'un régime qu'ils jugent déraisonnable et revendiquer un changement de politique de rémunération. Comme nous le verrons dans notre cinquième chapitre, les actionnaires disposent, en vertu du droit des sociétés par actions, de mécanismes procéduraux pour contester et remettre en cause la rémunération octroyée à leurs dirigeants et administrateurs. Néanmoins, l'effectivité de ces mécanismes, et notamment la remise en cause judiciaire de la rémunération, demeure extrêmement limitée et réduite[997]. Quant à l'effectivité de l'encadrement par les marchés du travail et des prises de contrôle le bilan est mitigé. En théorie, le marché du capital et des prises de contrôle offre des incitatifs suffisants pour aligner l'intérêt des dirigeants avec celui des actionnaires[998]. Les forces du marché permettent la

---

[996] Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried et David L. Walker, « Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation » (2002) 69 *Chicago Law Review* 751 à la p 763.

[997] Raymonde Crête, « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance » (2004) 45 *Les Cahiers de droit* 409 aux pp 409–468.

[998] Frank H. Easterbrook, « Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence » (1984) 9 *Delaware Journal of Corporate Law* 540 ; Daniel R. Fischel, « The Corporate Governance Movement » (1982) 35 *Vanderbilt Law Review* 1259 aux pp 1263–1264.

réduction des coûts d'agence. D'une part, les dirigeants sont incités à maximiser la valeur de la société puisque le marché du travail prend en compte leur performance passée pour les évaluer[999]. D'autre part, le marché des prises de contrôle contribue à discipliner le dirigeant[1000]. En effet, il confère aux actionnaires une protection à l'égard de dirigeants inefficaces. Le marché des prises de contrôle se fonde sur l'hypothèse qu'il existe une forte corrélation entre l'efficience managériale et la valeur du titre de la société. Ainsi, une société mal gérée par ses dirigeants implique nécessairement une diminution de la valeur de son titre. La faible performance justifie ainsi le remplacement du dirigeant et de son équipe. Toutefois, l'efficacité du marché des prises de contrôle est principalement démontrée lors d'une diminution substantielle de la performance[1001]. Pour que cette contrainte opère effectivement, encore faut-il que le niveau de la rémunération du dirigeant apparaisse démesuré. L'effectivité est ici limitée puisque les dirigeants peuvent être payés au-delà de ce qui constituerait un contrat optimal sans pour autant susciter la critique des actionnaires. Une autre limite à l'effectivité de ce marché tient au versement de parachutes dorés qui laisse au dirigeant une certaine discrétion quant à l'extraction de rentes[1002].

La théorie du contrat optimal justifie la rémunération des dirigeants au regard de la performance qu'ils réalisent. Pour que la théorie soit fonctionnelle, le processus d'élaboration du régime de rémunération doit être le fruit d'une négociation d'égal à égal. Cependant, la théorie ignore l'influence que les dirigeants exercent sur la structure et le processus d'élaboration de leur rémunération.

Paragraphe 2. — Le pouvoir du dirigeant

La seconde approche est celle présentée par Lucian Bebchuck et Jesse Fried dans leur

---

[999] Daniel R. Fischel, « Race to the Bottom Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's Corporation Law » (1981) 76 *Northwestern University Law Review* 913 aux pp 913–920.

[1000] Henry G. Manne, « Mergers and the Market for Corporate Control » (1965) 73 *The Journal of Political Economy* 110.

[1001] Frank H. Easterbrook, « Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence » (1984) 9 *Delaware Journal of Corporate Law* 540 à la p 567.

[1002] Lucian Bebchuk, John Coates IV et Guhan Subramanian, « The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy » (2002) 54 *Stanford Law Review* 887 à la p 905.

ouvrage *Pay without Performance*[1003]. Selon eux, les dirigeants font usage de leur pouvoir et de leur influence sur le conseil d'administration pour obtenir des régimes de rémunération avantageux non corrélés à la performance de la société[1004]. Conséquemment, l'outrage qui entoure la rémunération des dirigeants ne concerne pas tant les montants qui leur sont octroyés, mais l'absence d'un lien substantiel entre la rémunération et la performance[1005]. Le caractère exorbitant de certaines rémunérations ne représente qu'une expression sensationnelle du problème de gouvernance qui entoure la rémunération des dirigeants[1006]. Les professeurs Bebchuck et Fried soulignent l'importance de la rémunération basée sur la détention du capital pour inciter adéquatement les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires[1007]. La critique adressée dans leur ouvrage ne vise pas le caractère excessif de la rémunération, mais le fait que le versement de rémunérations élevées est la conséquence du pouvoir managérial des dirigeants[1008]. La thèse du pouvoir managérial qu'ils défendent présente une vision contrastée de la théorie du contrat optimal, notamment en ce que les dirigeants jouissent d'une influence sur l'élaboration de leurs régimes de rémunération[1009]. À l'inverse de la théorie du contrat optimal, l'approche managériale avance l'idée que la rémunération n'est pas seulement la solution au problème d'agence, mais en est également une cause[1010].

Certaines modalités de la rémunération sont donc le reflet d'un comportement intéressé,

---

[1003] Lucian Bebchuk et Jessie Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004.

[1004] Lucian Bebchuk et Jessie Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004 à la p 6.

[1005] Stephen M. Bainbridge, « Executive Compensation: Who Decides? » (2005) 83 *Texas Law Review* 1615 à la p 1624.

[1006] Michael B. Dorff, « Softening Pharoah's Heart: Harnessing Altruistic Theory and Behavioral Law and Economics to Rein in Executive Salaries » (2003) 51 *Buffalo Law Review* 811 à la p 813; Susan J. Stabile, « One for A, Two for B, and Four Hundred for C: The Widening Gap in Pay » (2002) 36 *University of Michigan Journal of Law Reform* 115 à la p 117.

[1007] Lucian Bebchuk et Jessie Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004 à la p 8.

[1008] Lucian Bebchuk et Jessie Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004 à la p 9.

[1009] Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried et David L. Walker, « Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation » (2002) 69 *Chicago Law Review* 751 à la p 754.

[1010] Lucian Bebchuk et Jessie Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004 aux pp 61–62.

de la recherche et de l'extraction de rentes, plutôt que le fruit d'une volonté de mettre en place des incitatifs efficients[1011]. La séparation de la propriété et du contrôle permet au dirigeant d'opérer un contrôle effectif dans l'élaboration de sa rémunération. De plus, la complexité de la rémunération et la complaisance du conseil d'administration permettent au dirigeant de choisir sa structure de rémunération. Dès lors, seule la crainte d'une contestation actionnariale peut refréner les ambitions du dirigeant en matière de rémunération. Dans ce contexte, la rémunération par la performance offre au dirigeant une certaine discrétion, car s'ils se distinguent par leurs résultats les actionnaires seront moins enclins à en contester le montant[1012].

À l'inverse de la théorie du contrat optimal, l'approche managériale avance l'hypothèse que le dirigeant et les administrateurs ne négocient pas sur un pied d'égalité le contrat de rémunération. Le dirigeant en poste exerce un véritable contrôle sur la nomination et la rémunération des administrateurs. Ainsi, même les administrateurs indépendants sont fortement incités à satisfaire les exigences du dirigeant en matière de rémunération. De même, le contrôle du processus de nomination par la direction et la faible prise de participation au capital des administrateurs externes induisent respectivement un manque d'indépendance, un problème d'incitation, et crée un problème d'agence au niveau du conseil d'administration[1013]. En effet, la rémunération et les avantages conférés par la nomination au poste d'administrateur constituent un intérêt majeur à sa réélection[1014]. Compte tenu de l'influence considérable du dirigeant sur la composition du conseil d'administration, les administrateurs ont un intérêt certain à demeurer favorables au dirigeant. Cette situation de dépendance entre administrateurs et dirigeant contribue à la mise en place d'un climat où la loyauté, l'affection, l'esprit d'équipe et la collégialité sont des normes qui contribuent à une validation réciproque des intérêts des uns et des autres. Cette dynamique à l'œuvre contribue à la mise en place d'un processus partial

---

[1011] Olivier Jean Blanchard, Florencio Lopez-de-Silanes et Andrei Shleifer, « What do Firms do with Cash Windfalls? » (1994) 36 *Journal of Financial Economics* 337 aux pp 346–347.

[1012] Marianne Bertrand et Sendhil Mullainathan, « Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are » (2001) 16 *Quarterly Journal of Economics* 901 aux pp 902–903.

[1013] Samer Khalil, Michel Magnan et Paul André, « The Adoption of Deferred Share Unit Plans for Outside Directors and Shareholder Wealth » (2008) 16 *Corporate Governance* 210 à la p 210.

[1014] Lucian Bebchuk et Jessie Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004 aux pp 27–31.

d'élaboration de la rémunération et potentiellement déconnecté des objectifs qu'elle est censée inciter à poursuivre. Dès lors, on comprend que toute dynamique qui vise à contester ou à résister à la domination du dirigeant rencontre des difficultés. En effet, l'asymétrie d'information entre le dirigeant, qui opère une gestion quotidienne, et les administrateurs, dont l'implication dans la gestion est partielle, rend toute résistance encore plus difficile[1015]. Même si des administrateurs entreprennent de s'engager dans un véritable processus de négociation avec le dirigeant, ils font face à des contraintes ayant trait à leur manque de compétence, de temps et d'information. De tels obstacles expliquent l'effet limité du recours aux administrateurs indépendants sur le niveau de la rémunération du dirigeant[1016]. De plus, les administrateurs n'ont pas une vision identique de ce qui doit être fait pour satisfaire les intérêts des actionnaires.

La théorie de l'approche managériale permet d'identifier nombre de contraintes qui affectent l'élaboration du régime de rémunération du dirigeant. Compte tenu de l'effectivité limitée de ces contraintes, l'influence managériale des dirigeants leur permet de bénéficier de l'extraction de rentes qui est présentée comme : « the additional value that managers obtain beyond what they would get in arm's-length bargaining with a board that had both the inclination to maximize shareholder value and the necessary time and information to properly perform that task »[1017]. Autrement dit, il s'agit de la valeur qui excède ce que le dirigeant aurait perçu dans le cadre d'un contrat optimal et plus le pouvoir du dirigeant est grand, plus il est en mesure d'extraire de telles rentes[1018].

Du point de vue éthique, nous avons vu précédemment que l'extraction de rentes devient

---

[1015] Lucian Bebchuk et Jessie Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004 aux pp 36–37.

[1016] Oliver E. Williamson, « Managerial Discretion and Business Behavior » (1963) 53 *American Economic Review* 1032 à la p 1055.

[1017] Lucian Bebchuk et Jessie Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004 à la p 62 ; Eric Mack, « Gauthier on Rights and Economic Rent » (1992) 9 *Social Philosophy and Policy* 171 à la p 174 (pour une définition de la rente « The recipient of rent benefits from the scarcity of the factors she controls—a scarcity which is of course entirely accidental from her standpoint, since it depends, not on the intrinsic nature of the factors, but on the relation between them and the factors controlled by others. <u>She receives more than is needed to induce her to bring her factors to the market; rent is by definition a return over and above the cost of supply</u> » [soulignement ajouté]).

[1018] Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried et David I. Walker, « Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation » (2002) 69 *University of Chicago Law Review* 751 à la p 783.

problématique lorsqu'elle résulte de dérives dans les pratiques de rémunération, c'est-à-dire qu'elle est la conséquence de comportements illégaux, illicites ou de l'exploitation de défaillances du marché. Hormis pour celles qui sont la conséquence de fraudes ou qui témoignent de violations des obligations fiduciaires des dirigeants, l'extraction de rentes en tant que telle n'est pas contraire à l'éthique. Certes, elle n'en est pas pour autant désirable, mais elle demeure conforme aux considérations de type déontologique et utilitariste[1019]. Cela dit, du point de vue de l'éthique économique et de ses fondements normatifs, l'extraction de rentes demeure une conséquence non désirable[1020]. En effet, elle est contraire au fondement de la maximisation de la valeur actionnariale en ce qu'elle est détachée de toute justification au regard de la performance financière. Au contraire, les schémas de rémunération peuvent également contribuer à accentuer le risque de pratiques illicites lorsqu'elles permettent d'accroître la valeur de l'entreprise. Ainsi, l'adoption de pratiques illicites par les dirigeants, sans être constitutive d'une extraction de rentes, peut contribuer à la maximisation de la valeur actionnariale et satisfaire les actionnaires[1021].

Les contraintes que sont les marchés du capital, des prises de contrôle et d'emploi des dirigeants ont une effectivité limitée. La détention du capital par le dirigeant ne permet pas un alignement effectif des intérêts du dirigeant et des actionnaires. Elles contribuent à éloigner le processus de rémunération de l'hypothèse de négociation d'égal à égal[1022]. Comme nous l'avons mentionné précédemment, la contestation actionnariale de la rémunération est largement ineffective compte tenu des contraintes procédurales relatives à la règle du jugement d'affaires[1023].

[1019] John R. Boatright, « Executive Compensation: Unjust or Just Right? » dans George G. Brenkert et Tom L. Beauchamp, dir, *The Oxford Handbook of Business Ethics*, Oxford, Oxford University Press, 2010, 161 à la p 182 et s.

[1020] Voir *supra* chapitre 3, section 1.

[1021] Pierre Fleckinger, Thierry Lafay et Constance Monnier, « Rémunération des dirigeants et risque de fraude d'entreprise » (2013) 64 *Revue économique* 457 à la p 465.

[1022] Lucian Bebchuk et Jessie Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004 aux pp 53–58.

[1023] Lucian Bebchuk et Jessie Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004 aux pp 46–47 ; Voir *supra* chapitre 2 pour les implications de la règle du jugement d'affaires.

Selon les professeurs Bebchuck et Fried, la seule contrainte effective sur le niveau de rémunération est le coût d'outrage, qui traduit des conséquences d'ordre réputationnel vis-à-vis de la société. Ainsi, l'adoption d'un régime de rémunération qui procure au dirigeant une rémunération supplémentaire, appréhendée comme l'extraction d'une rente, va susciter des réactions négatives de la part des actionnaires et des parties prenantes de la société[1024]. A priori, ces coûts réputationnels peuvent constituer une véritable contrainte sur le conseil d'administration et ses membres pour ne pas approuver le régime de rémunération. Ces coûts traduisent l'écart de valeur du régime de rémunération contesté et celle qui est le résultat d'un contrat optimal. Cependant, le risque de sanction réputationnelle peut largement être occulté afin d'éviter d'attirer l'attention sur le niveau de rémunération et sa déconnexion avec la performance de la société[1025]. L'approche managériale offre donc une lecture complémentaire à celle fournie par la théorie du contrat optimal et permet d'expliquer, en partie, l'absence de corrélation entre la rémunération et la performance de la société. D'une part, elle interroge l'effectivité des composantes choisies pour inciter le dirigeant à maximiser la valeur actionnariale et, d'autre part, elle fait état des limites de la structure de gouvernance pour proposer une rémunération optimale au dirigeant. En d'autres termes, la faible sensibilité de la rémunération à la performance de la firme pourrait trouver une explication dans des facteurs non économiques au titre desquels figurent le pouvoir, le prestige, l'honneur et la réputation[1026].

Quoi qu'il en soit, les incitatifs monétaires et financiers demeurent essentiels pour l'élaboration d'un régime de rémunération efficace. Encore faut-il que les composantes de la rémunération produisent leurs effets sur la performance, à défaut, la logique incitative ne peut pas opérer de manière efficiente et peut entraîner l'adoption de pratiques illicites[1027]. En ce sens, les prescriptions de la théorie de l'agence n'apportent qu'une réponse partielle à la question de

---

[1024] Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried et David I. Walker, « Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation » (2002) 69 *University of Chicago Law Review* 751 à la p 756.

[1025] Lucian Bebchuk et Jessie Fried, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004 à la p 67.

[1026] Michael C. Jensen, et Kevin J. Murphy, « Performance Pay and Top Management Incentives » (1990) 98 *Journal of Political Economy* 225 à la p 252.

[1027] Michael C. Jensen et Kevin J. Murphy, « CEO Incentives—It's Not How Much You Pay, But How » (2010) 22 *Journal of Applied Corporate Finance* 64 à la p 72.

la détermination de la rémunération des dirigeants et de sa corrélation à la performance financière de la société[1028]. Le recours croissant à la rémunération variable pour inciter et encourager les dirigeants à améliorer la performance organisationnelle demeure persistant malgré les dérives constatées et l'absence de résultats empiriques probants[1029] (antidatage, « spring-loading », « repricing », etc.). En effet, le développement de schémas de rémunération incitative, à court et long terme, basée sur une multitude de critères de performance garantit dans la plupart des cas au dirigeant l'octroi d'une rémunération supplémentaire. L'impact réel des options et des actions sur la performance financière reste à démontrer bien que de nombreuses études concluent à une faible corrélation entre l'octroi de ce type de rémunération et la performance de la société[1030]. Par contre, à défaut d'avoir un impact significatif sur la performance de la firme, ces modes de rémunération incitatifs contribuent indubitablement à l'enrichissement des dirigeants au détriment des actionnaires.

SECTION 2. — LES FINALITÉS DE LA RÉMUNÉRATION DU DIRIGEANT

La théorie de l'agence a largement contribué à appréhender la relation du dirigeant avec la société sous l'angle de rapports conflictuels, divergents et opportunistes. Toutefois, cette vision de la réalité est incomplète puisqu'elle minore une autre réalité, cette fois-ci non conflictuelle, mais plus harmonieuse et respectueuse de l'entente conclue.

Sous-section 1. — La finalité psychologique

La finalité psychologique réfère aux comportements du dirigeant et à certains éléments

---

[1028] John E. Garen, « Executive Compensation and Principal-Agent Theory » (1994) 102 *Journal of Political Economy* 1175 à la p 1198 (« the overall explanatory power of the empirical model for pay-performance sensitivity is quite low. Additionally, there is little evidence of the use of relative performance pay as one might expect in a principal-agent setting. Thus, while it seems clear that principal-agent considerations have an important effect on executive compensation, many issues in the determination of CEO pay are unresolved »).

[1029] Michael C. Jensen et Kevin J. Murphy, « Performance Pay and Top Management Incentives » (1990) 98 *Journal of Political Economy* 225 ; John E. Core, Wayne Guay et David F. Larcker, « Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey » (2003) *FRBNY Economic Policy Review* 27 à la p 34 (« There is presently no theoretical or empirical consensus on how stock options and managerial equity ownership affect firm performance » [soulignement ajouté]) ; John E. Garen, « Executive Compensation and Principal-Agent Theory » (1994) 102 *Journal of Political Economy* 1175.

[1030] Chandra S. Mishra, Daniel L. McConaughy et David H. Gobeli, « Effectiveness of CEO Pay-for-Performance » (2000) 9 *Review of Financial Economics* 1.

de son contrat qui peuvent être mobilisés afin de solliciter son rôle d'intendant et minorer son rôle d'agent.

Paragraphe 1. — La dynamique managériale entre agence et intendance

Devant les limites et les dérives issues du recours exclusif à des critères de mesure de la performance financière, l'usage de critères pour la mesure de la performance non financière n'offrirait-il pas une meilleure compréhension du lien entre la performance future de l'entreprise et les stratégies poursuivies par les dirigeants ?

L'utilisation d'indicateurs non financiers pour évaluer la performance des dirigeants et fixer leur rémunération a été proposée comme une réponse aux contestations, notamment actionnariales, des régimes de rémunérations. Par exemple, en 2013, la Barrick Gold Corporation a engagé une refonte de sa politique de rémunération à la suite du rejet de la rémunération des dirigeants lors du vote consultatif par 85,2 % des voix[1031]. À la suite du gel des salaires et à la réduction des bonus, les modifications ont visé la mise en place de tableaux de performance ou « performance scoreboard » et l'acquisition d'actions sur une période de trois ans. Les mesures adoptées ont été jugées satisfaisantes puisqu'en 2014 la politique de rémunération de Barrick Gold a reçu plus de 80 % de votes favorables[1032]. Parmi les mesures non financières utilisées, on trouve l'évaluation de l'exécution stratégique (croissance, acquisition, innovation), de la réputation (conformité avec la réglementation, respect de l'environnement et de la communauté), et du développement du personnel (recrutement, gestion, motivations)[1033]. Si nous explorons plus en détail l'usage de mesures non financières dans la suite de cette section, nous estimons que de tels indicateurs mettent l'accent sur la dimension relationnelle et psychologique du contrat de rémunération, qui peut s'avérer être une

---

[1031] Janet McFarland, « Shareholders Blast Barrick Over Bonus », *The Globe and Mail* (25 avril 2013), en ligne : <www.theglobeandmail.com/report-on-business/industry-news/energy-and-resources/shareholders-blast-barrick-over-bonus/article11558587/>.

[1032] Janet McFarland, « Say-On-Pay Votes Increasingly Tied to Performance », *The Globe and Mail* (7 septembre 2014), en ligne : <www.theglobeandmail.com/report-on-business/careers/say-on-pay-votes-increasingly-tied-to-performance/article20463157/>.

[1033] Notice of Annual Meeting of Shareholders, *Barrick Gold* (25 avril 2017), en ligne : <barrick.q4cdn.com/808035602/files/agm/Barrick-2017-Information-Circular.pdf>.

alternative pertinente et complémentaire pour l'intégration des bonnes conduites par les dirigeants.

Selon de nombreux auteurs en théorie des organisations, la théorie de l'agence doit être utilisée en complément d'autres théories[1034]. Le recours à la théorie de l'agence a largement dominé les réponses apportées aux problèmes issus de la séparation et du contrôle, notamment en matière de rémunération. Un modèle alternatif et complémentaire a été proposé pour appréhender la relation d'agence en se fondant sur des hypothèses de comportements différentes de celles qui fondent la théorie de l'agence, notamment en ce qui a trait à la divergence d'intérêts. La théorie de l'intendance se fonde sur une hypothèse comportementale du dirigeant à l'opposé de celle présentée par la théorie de l'agence, où l'intérêt de la société n'est pas réduit à sa seule performance financière[1035].

Dans l'ensemble, la relation dirigeant-actionnaire, dite d'agence, ne serait pas animée par une dynamique de conflits d'intérêts, mais par la volonté du dirigeant d'adopter une conduite de qualité pour la réussite de la société[1036]. Il n'y aurait donc pas de conflit inhérent à la relation entre le dirigeant et les actionnaires. D'après la théorie de l'intendance, le dirigeant agit comme une personne de confiance qui cherche à maximiser l'intérêt collectif et celui de l'organisation avant la satisfaction du sien[1037]. En ce sens, la théorie de l'intendance prend le contrepied du postulat comportemental de la théorie de l'agence. Il s'agit donc de comprendre et déterminer les caractéristiques du dirigeant et le contexte dans lequel il évolue afin de mieux comprendre

---

[1034] Kathleen M. Eisenhardt, « Agency Theory: An Assessment and Review » (1989) 14 *The Academy of Management Review* 57 aux pp 57–74 ; Mark Granovetter, « The Impact of Social Structure on Economic Outcomes » (2005) 19 *Journal of Economic Perspectives* 33 ; Paul Hirsch, Stuart Michaels et Ray Friedman, « "Dirty Hands" versus "Clean Models": Is Sociology in Danger of Being Seduced by Economics? » (1987) 16 *Theory and Society* 317.

[1035] Lex Donaldson et James H. Davis, « Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns » (1991) 16 *Australian Journal of Management* 49 ; Yvan Allaire et Stéphane Rousseau, *Gouvernance et parties prenantes : L'obligation du conseil d'administration d'agir dans l'intérêt de la société* (août 2014), en ligne : Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques <http://igopp.org/wp-content/uploads/2014/12/IGOPP_Rapport_PartiesPrenantes_FR_v4_WEB.pdf> aux pp 14 et s ; Margaret M. Blair et Lynn A. Stout, « A Team Production Theory of Corporate Law » (1999) 85 *Virginia Law Review* 247 à la p 250 ; Margaret M. Blair et Lynn A. Stout, « Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1735.

[1036] Lex Donaldson, « The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory » (1990) 15 *The Academy of Management Review* 369.

[1037] James H. Davis, F. David Schoorman et Lex Donaldson, « Toward a Stewardship Theory of Management » (1997) 22 *The Academy of Management Review* 20.

comment aligner son intérêt avec celui des actionnaires. Autrement dit, les postulats de la théorie de l'intendance doivent être confrontés à ceux de la théorie de l'agence. En effet, la vision égoïste des comportements individuels du paradigme de l'agence a limité la motivation des individus à la mise en place d'incitatifs financiers adossés à des objectifs également financiers.

Les travaux menés en sociologie et en psychologie offrent de nouvelles perspectives sur les conséquences des comportements des dirigeants issus de la relation d'agence. Ainsi, l'égoïsme ne constitue pas la seule source de motivation des agents. Comme nous l'avons vu précédemment, l'agent fait preuve de rationalité limitée dans la prise de décision. Cette hypothèse requiert la prise en compte d'autres considérations de type comportemental. D'une part, les limites cognitives des agents empêchent les choix purement rationnels, d'autre part, les comportements ne reflètent parfois qu'un processus d'adaptation, et enfin, la satisfaction des préférences de l'agent n'implique pas toujours une logique de maximisation[1038]. Le postulat de la théorie économique classique sur la satisfaction d'intérêts personnels ne représente qu'une des nombreuses explications à la motivation des individus. De plus, il n'existe pas toujours de divergence d'intérêts entre le dirigeant et les actionnaires. En effet, dans une certaine mesure, l'avenir du dirigeant repose entre les mains des personnes et de la société qui l'emploie, notamment en ce qui a trait à ses futures perspectives d'emploi et à ses droits à la retraite.

La motivation du dirigeant peut résider dans un besoin de réalisation dans la satisfaction des caractéristiques attachées à sa fonction et à sa mission, mais également dans le sentiment d'appartenance à l'organisation. Nous entendons ici que le dirigeant peut considérer que son intérêt est aligné à celui de la société et des actionnaires sans qu'il dispose d'une participation au capital de la société[1039]. La recherche de la performance dans la réalisation des tâches qui lui sont confiées, l'exercice de fonctions d'autorité et de responsabilité tout comme la reconnaissance par ses pairs peuvent constituer des motivations à agir et de forts incitatifs pour

---

[1038] Robert H. Frank, *Microeconomics and Behavior*, New York, McGraw-Hill, 2008 aux pp 211–236 ; Chris Doucouliagos, « A Note on the Evolution of Homo Economicus » (1994) 28 *Journal of Economic Issues* 877 à la p 878.

[1039] Lex Donaldson et James H. Davis, « Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns » (1991) 16 *Australian Journal of Management* 49 à la p 51.

réguler le comportement du dirigeant[1040]. L'opportunisme supposé du dirigeant ne permet pas de refléter l'ensemble des motivations managériales et ignore la situation où le dirigeant est simplement motivé par la volonté d'accomplir correctement son travail et d'opérer une bonne gestion de la société et de ses actifs[1041]. Par exemple, l'établissement de relation de longue durée entre le dirigeant et la société contribue à la mise en place d'une communauté d'intérêts entre eux. Ainsi, l'effet des facteurs psychologiques et sociologiques qui limitent l'adoption de conduites opportunistes par le dirigeant peut être annihilé lorsque la société recourt aux mécanismes prescrits par la théorie de l'agence[1042]. Les recommandations de la théorie de l'agence peuvent donc être contre-productives et n'avoir aucun effet sur la performance[1043]. L'accroissement du recours à la participation au capital du dirigeant peut conduire à de mauvaises allocations des ressources de la société, par exemple, la diminution des investissements en recherche et développement, laquelle ultimement peut menacer la valeur à long terme de la société[1044].

Une autre opposition entre la théorie de l'agence et de l'intendance tient aux éléments susceptibles d'expliquer les comportements de l'agent. Selon la théorie de l'agence, les comportements individuels sont le résultat de choix rationnels et d'actions efficaces pour atteindre les objectifs alors que selon la théorie de l'intendance, ils sont le résultat d'éléments qui peuvent être liés à la culture ou à l'appartenance à un certain groupe social[1045]. Les différentes hypothèses développées par les deux théories conduisent à des recommandations

---

[1040] Frederick Herzberg, « The motivation to Work Among Finnish Supervisors » (1965) 18 *Personnel Psychology* 393 ; Frederick Herzberg, Bernard Mausner et Barbara Bloch Snyderman, *The Motivation to Work*, New York, Wiley, 1959.

[1041] Jay B. Barney, « The Debate between Traditional Management Theory and Organizational Economics: Substantive Differences or Intergroup Conflict? » (1990) 15 *The Academy of Management Review* 382 à la p 387.

[1042] Noam Wasserman, « Stewards, Agents, and the Founder Discount: Executive Compensation in New Ventures » (2006) 49 *The Academy of Management Journal* 960 aux pp 960–961.

[1043] Peggy M. Lee et Hugh M. O'Neill, « Ownership Structures and R&D Investments of U.S. and Japanese Firms: Agency and Stewardship Perspectives » (2003) 46 *The Academy of Management Journal* 212 aux pp 212–213.

[1044] Micheal C. Jensen, « The Takeover Controversy: Analysis and Evidence » dans J. M. Stern, G. B. Stewart III et D. H. Chew, dir, *Corporate Restructuring and Executive Compensation*, Cambridge, Ballinger, 1989, 314 aux pp 319–320 ; Parthiban David, Michael A. Hitt et Javier Gimeno, « The Influence of Activism by Institutional Investors on R&D » (2001) 44 *The Academy of Management Journal* 144 à la p 145.

[1045] Constance Le Tian et Bertrand Venard, « Pour une approche contingente de la gouvernance » (2012) 16 *Management international* 25 à la p 27.

différentes en matière de contrôle du dirigeant par les actionnaires. Afin de limiter la divergence d'intérêts, le conseil d'administration développe des mécanismes de surveillance et d'incitation financière censés guider le dirigeant opportuniste à agir dans l'intérêt des actionnaires en le rendant redevable en matière de performance et en lui garantissant une certaine sécurité, notamment avec l'octroi de parachutes dorés[1046]. Les recommandations de la théorie de l'agence ne s'arrêtent pas là, elles concernent également le fonctionnement et la composition du conseil d'administration. Même s'il ne s'agit pas là de l'objet de nos développements, nous retiendrons qu'elle recommande, par exemple, la séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de président de la société afin d'accroître le rôle de surveillance du conseil d'administration[1047]. À l'inverse, la théorie de l'intendance recommande d'intégrer les deux fonctions, car cela assure une meilleure orientation stratégique à long terme de l'entreprise[1048].

La théorie de l'agence permet de rendre effectivement compte des comportements par lesquels un dirigeant adopte une logique individualiste de maximisation de son utilité. Cependant, dans les situations où le dirigeant agit dans l'intérêt des actionnaires, de la société ou de la collectivité alors la théorie de l'intendance offre d'autres justifications aux motivations de l'agent. Ainsi, elle appréhende les situations où la réussite et le succès de la société constituent des sources de satisfaction personnelle du dirigeant. Dans ce cas, les mécanismes de contrôle et de surveillance issus de la théorie de l'agence amoindrissent l'importance d'éléments psychologiques qui jouent un rôle motivationnel certain. En privilégiant les incitatifs financiers, elle relègue au second plan ou ignore d'autres éléments, non financiers, qui peuvent jouer un rôle favorable dans l'alignement des intérêts entre le dirigeant et les actionnaires de la société. La théorie de l'intendance permet donc de souligner l'importance de certains éléments d'ordre éthique dans la relation d'agence[1049]. D'ailleurs sous l'angle de l'éthique, elle peut être arrimée

---

[1046] Henry L. Tosi, Jr et Luis R. Gomez-Mejia, « CEO Compensation Monitoring and Firm Performance » (1994) 37 *The Academy of Management Journal* 1002 à la p 1011.

[1047] Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Separation of Ownership and Control » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 301.

[1048] Chamu Sundaramurthy et Marianne Lewis, « Control and Collaboration: Paradoxes of Governance » (2003) 28 *The Academy of Management Review* 397 à la p 398.

[1049] Stéphane Trébucq, « La gouvernance d'entreprise héritière de conflits idéologiques et philosophiques » Communication pour les neuvièmes journées d'histoire de la comptabilité et du management, présentée à l'Université Paris-Dauphine, jeudi 20 et vendredi 21 mars 2003, en ligne : <www.crefige.dauphine.fr/recherche/

à la notion d'impératif catégorique de Kant puisque le dirigeant ne peut pas s'affranchir de considérations d'ordre éthique telles que l'altruisme, la déontologie ou le sentiment d'obligation à l'égard de la société[1050].

La théorie de l'intendance permet de suppléer à la théorie de l'agence puisqu'elle permet de tenir compte d'éléments non financiers dans l'élaboration de systèmes incitatifs pour le dirigeant. Elle permet également d'identifier des facteurs psychologiques et contextuels qui ne sont pas pris en compte par une approche strictement basée sur la théorie de l'agence[1051]. À l'inverse des facteurs de motivations extrinsèques proposés par la théorie de l'agence, la théorie de l'intendance souligne l'importance de facteurs intrinsèques comme source de motivation pour le dirigeant. Au titre de ces facteurs, on note l'importance que la théorie accorde au développement personnel, au développement des connaissances, à l'autonomie, à la réussite, au sentiment d'appartenance et à la reconnaissance de l'expertise[1052]. Quant à eux, les facteurs contextuels font état de valeurs éthiques signalées comme fondamentales pour l'organisation comme la confiance, le degré d'implication, la culture de l'entreprise, le degré de latitude et le pouvoir dont peut bénéficier le dirigeant[1053]. Alors que la théorie de l'agence sous-évalue l'importance des éléments psychologiques du contrat de rémunération en adoptant une logique incitative purement financière, la théorie de l'intendance tend à les renforcer par la mise en place d'une logique incitative, extrafinancière, afin de maximiser la valeur actionnariale.

Paragraphe 2. — Les aspects psychologiques du contrat de rémunération

La dimension psychologique du contrat de rémunération permet de rendre compte des comportements du dirigeant qui ne s'apparentent pas à une démarche opportuniste, mais qui

---

histo_compta/trebucq.pdf> à la p 16.

[1050] Øyvind Bøhren, « The Agent's Ethics in the Principal-Agent Model » (1998) 17 *Journal of Business Ethics* 745 à la p 750.

[1051] James H. Davis, F. David Schoorman et Lex Donaldson, « Toward a Stewardship Theory of Management » (1997) 22 *The Academy of Management Review* 20 à la p 27.

[1052] James H. Davis, F. David Schoorman et Lex Donaldson, « Toward a Stewardship Theory of Management » (1997) 22 *The Academy of Management Review* 20 à la p 28 et s.

[1053] James H. Davis, F. David Schoorman et Lex Donaldson, « Toward a Stewardship Theory of Management » (1997) 22 *The Academy of Management Review* 20 à la p 32 et s.

témoignent au contraire d'une relation basée sur la confiance et la coopération. Le contrat psychologique réfère aux croyances de l'agent quant aux modalités de la relation d'échange avec le principal et l'organisation[1054]. Plus précisément, ce type de contrat révèle que les obligations sous-jacentes à la fonction du dirigeant ne sont pas nécessairement partagées par le principal[1055]. De même, il fait également état des intentions attendues de la part des parties au contrat qui peuvent être établies par contrat, ou autrement de manière orale ou écrite[1056].

De manière générale, le contrat psychologique est distingué selon sa nature. On parle ainsi de contrat psychologique transactionnel ou de contrat psychologique relationnel[1057]. S'agissant du premier, il se caractérise par des obligations spécifiques, à court terme, qui sont monnayables sans qu'il soit requis des parties un fort degré d'implication. S'agissant du second, il impose des obligations plus larges et à long terme tout en s'appuyant sur des éléments psychologiques et émotionnels non monnayables comme la loyauté[1058]. Formellement, sept caractéristiques permettent généralement d'opérer des distinctions entre ces deux types de contrats psychologiques. Plusieurs attributs permettent d'en dessiner les contours et le contenu : sa tangibilité, son cadre temporel, son objectif, sa portée, sa stabilité et la spécificité des ressources[1059]. Un contrat tangible est celui qui est complet, c'est-à-dire qu'il n'y a pas d'ambiguïté quant à la description des tâches ou à la délimitation des devoirs des parties. Plus

---

[1054] La notion de contrat psychologique a été développée par Chris Argyris, *Understanding Organizational Behavior*, Homewood, Dorsey Press, 1960 et Harry Levinson, Charlton R. Price, Kenneth J. Munden, Harold J. Mandl, Charles M. Solley, *Men, Management, and Mental Health*, Cambridge, Harvard University Press, 1962 ; Denise M. Rousseau, « Psychological and Implied Contracts in Organizations » (1989) 2 *Employee Rights and Responsibilities Journal* 121.

[1055] Margaret A. Lucero et Robert E. Allen, « Employee Benefits: A Growing Source of Psychological Contract Violations » (1994) 33 *Human Resource Management* 425 à la p 430.

[1056] Judi McLean Parks et Deborah A. Schmedemann, « When Promises Become Contracts: Implied Contracts and Handbook Provisions on Job Security » (1994) 33 *Human Resource Management* 403 à la p 405.

[1057] Elizabeth Wolfe Morrison et Sandra L. Robinson, « When Employees Feel Betrayed: A Model of How Psychological Contract Violation Develops » (1997) 22 *Academy of Management Review* 226 à la p 229.

[1058] Denise M. Rousseau et Judi McLean Parks, « The Contracts of Individuals and Organizations » dans Larry L. Cummings et Barry M. Staw, dir, *Research in Organizational Behavior*, Greenwich, JAI Press, 1993, 1 aux pp 10–12.

[1059] Denise M. Rousseau et Judi McLean Parks, « The Contracts of Individuals and Organizations » dans Larry L. Cummings et Barry M. Staw, dir, *Research in organizational behavior*, JAI Press, Greenwich, 1993, 1 à la p 11 ; Judi McLean Parks, Deborah L. Kidder et Daniel G. Gallagher, « Fitting Square Pegs into Round Holes: Mapping the Domain of Contingent Work Arrangements onto the Psychological Contract » (1998) 19 *Journal of Organizational Behavior* 697 à la p 704.

le contrat est subjectif et donc spécifique, plus les termes du contrat seront difficilement observables. Autrement dit, la tangibilité du contrat est le degré de perception par l'agent des termes du contrat comme étant complets et spécifiques, tout en étant clairement observables par les tiers[1060]. Par conséquent, un faible degré de tangibilité du contrat nécessite un certain degré de confiance entre les parties pour compenser l'incomplétude contractuelle. Dans ce cas, le contrat prend une dimension relationnelle puisque la relation contractuelle s'avère plus subjective, notamment en raison des difficultés liées au contrôle de sa mise en œuvre. En outre, plus la dimension relationnelle du contrat est forte, plus l'agent aura tendance à s'engager dans une démarche proactive, au-delà des attentes du principal. En effet, lorsque le contrat est tangible, c'est-à-dire que ses termes sont clairs, l'agent ne sera pas incité, en l'absence de termes contractuels en ce sens, à dépasser les exigences définies précisément dans le contrat. Un tel contrat tend à amoindrir la motivation intrinsèque de l'agent puisque le contrat n'offre pas de justification à des actions non spécifiées[1061]. Qui plus est, le fait de fixer des objectifs précis inhibe les comportements spontanés et innovants tout comme l'adaptation des rôles et des tâches, quand bien même ils contribuent à une meilleure performance[1062].

Le cadre temporel du contrat réfère la durée de la relation d'emploi. Selon la théorie de l'agence, une relation courte tend à accentuer la dimension transactionnelle du contrat entre l'agent et le principal alors que selon la théorie de l'intendance les relations d'emploi à long terme tendent vers des contrats relationnels. Ainsi, lorsque la relation d'agence s'inscrit dans une perspective à long terme alors le contrat devient hautement complexe et varié. Par ailleurs, lorsque la durée d'emploi n'est pas spécifiée le caractère relationnel du contrat tend à s'accentuer[1063].

[1060] Judi McLean Parks, Deborah L. Kidder et Daniel G. Gallagher, « Fitting Square Pegs into Round Holes: Mapping the Domain of Contingent Work Arrangements onto the Psychological Contract » (1998) 19 *Journal of Organizational Behavior* 697 à la p 708.

[1061] Edward L. Deci, « Intrinsic Motivation, Extrinsic Reinforcement, and Inequity » (1972) 22 *Journal of Personality and Social Psychology* 113 aux pp 119–120 ; Teresa M. Amabile, « Motivation and Creativity: Effects of Motivational Orientation on Creative Writers » (1985) 48 *Journal of Personality and Social Psychology* 393 aux pp 393–394.

[1062] Barry M. Staw et Richard D. Boettger, « Task Revision: A Neglected Form of Work Performance » (1990) 33 *The Academy of Management Journal* 534 aux pp 546–547.

[1063] Denise M. Rousseau et Judi McLean Parks, « The Contracts of Individuals and Organizations » dans Larry L.

L'objectif du contrat revêt à la fois des éléments économiques et des éléments socioémotionnels[1064]. Généralement, le contrat de rémunération du dirigeant est largement composé d'éléments économiques tels que le salaire et les avantages, mais il se compose également d'éléments socioémotionnels tels que la loyauté, le statut social et le développement personnel. Dès lors, l'objectif du contrat psychologique est de mettre l'accent sur ces différents éléments. Lorsque le contrat se focalise que sur des éléments de nature économique on peut craindre un engagement moindre de l'agent dans la société[1065].

La portée du contrat psychologique oscille entre une portée limitée et une portée complète[1066]. Ici, la portée du contrat réfère à la perméabilité de la frontière entre la relation d'emploi et les autres aspects de la vie de l'agent[1067]. Ainsi, la portée du contrat psychologique sera considérée comme étendue lorsque la vie professionnelle et les responsabilités de la fonction débordent sur la vie personnelle de l'agent. La relation entre le dirigeant et la société est de cet ordre, ne serait-ce qu'en raison de la nécessaire disponibilité du dirigeant qu'exige la gestion quotidienne de la société. D'une certaine manière, cette perméabilité de la vie personnelle par rapport à la vie professionnelle accentue, d'une part, le degré psychologique de la relation d'agence entre le dirigeant et les actionnaires et, d'autre part, son particularisme à l'égard d'une relation d'emploi classique.

La stabilité du contrat psychologique renvoie au degré d'adaptabilité des termes du contrat, c'est-à-dire leur caractère statique ou dynamique. Lorsque la relation s'inscrit sur le long terme, le contrat psychologique tend à être dynamique afin de mieux s'accommoder des

---

Cummings et Barry M. Staw, dir, *Research in Organizational Behavior*, Greenwich, JAI Press, 1993, 1 à la p 17.

[1064] Denise M. Rousseau et Snehal A. Tijoriwala, « What's a Good Reason to Change? Motivated Reasoning and Social Accounts in Promoting Organizational Change » (1999) 84 *Journal of Applied Psychology* 514 à la p 521 et s.

[1065] Gerald R. Salancik, « Commitment and the Control of Organizational Behavior and Belief » dans Barry M. Staw et Gerald R. Salancik, dir, *New Directions in Organizational Behavior*, Chicago, St. Clair Press, 1977, 1 à la p 20.

[1066] Denise M. Rousseau et Judi McLean Parks, « The Contracts of Individuals and Organizations » dans Larry L. Cummings et Barry M. Staw, dir, *Research in Organizational Behavior*, Greenwich, JAI Press, 1993, 1 à la p 11.

[1067] Judi McLean Parks, Deborah L. Kidder et Daniel G. Gallagher, « Fitting Square Pegs into Round Holes: Mapping the Domain of Contingent Work Arrangements onto the Psychological Contract » (1998) 19 *Journal of Organizational Behavior* 697 à la p 707 ; Richard A. Guzzo et Katherine A. Noonan, « Human Resource Practices as Communications and the Psychological Contract » (1994) 33 *Human Resource Management* 447 à la p 449.

changements qui pourront survenir durant la relation. Un tel contrat tend donc à s'attacher plus à l'intention du contrat qu'à une application statique des stipulations contractuelles[1068]. Dès lors, l'aspect dynamique du contrat tend à renforcer le rôle de la confiance dans la relation[1069].

Enfin, la dimension relationnelle du contrat du dirigeant accorde un rôle crucial à la spécificité de la ressource échangée[1070]. En effet, le contrat transactionnel est marqué par des ressources à caractère universel alors que le contrat relationnel exige des ressources particulières[1071]. Plus la dimension psychologique du contrat du dirigeant est grande, plus la société va dépendre de l'agent puisque ce dernier est difficilement remplaçable. D'une part, les compétences et les habiletés du dirigeant sont souvent uniques et, d'autre part, son remplacement peut s'avérer coûteux pour la société. Plus les ressources mobilisées pour le contrat sont uniques et particulières, plus le risque de perte pour la société est grand si la relation échoue. Ce type de contrat spécifique est susceptible d'être individualisé alors que le contrat de type universel revêt une forme standard et peut être proposé uniformément à différents employés[1072].

Bien que les caractéristiques explorées ci-dessus permettent d'établir une distinction entre le caractère relationnel et le caractère transactionnel d'un contrat, la plupart des contrats peuvent regrouper à la fois des éléments transactionnels et des éléments relationnels. Cette distinction peut être affinée compte tenu de l'importance accordée à la durée d'emploi et aux critères de performance largement utilisés dans les relations de travail. Ainsi, entre le contrat de

---

[1068] Judi McLean Parks et Faye I. Smith, « Organizational Contracting: A "Rational" Exchange? » dans Jennifer J. Halpern et Robert N. Stern, dir, *Debating Rationality: Non-Rational Elements of Organizational Decision Making*, Ithaca, ILR Press, 1998, 125 aux pp 133–134.

[1069] Roger C. Mayer, James H. Davis et David F. Schoorman, « An Integrative Model of Organizational Trust » (1995) 20 *The Academy of Management Review* 709 à la p 727 et s.

[1070] Edna B. Foa et Uriel G. Foa, « Resource Theory: Interpersonal Behavior as Exchange » dans Kenneth J. Gergen, Martin S. Greenberg et Richard H. Willis, dir, *Social Exchange: Advances in Theory and Research*, New York, Plenum Press, 1980, 77 aux pp 77–94.

[1071] Judi McLean Parks et Faye I. Smith, « Organizational Contracting: A "Rational" Exchange? » dans Jennifer J. Halpern et Robert N. Stern, dir, *Debating Rationality: Non-Rational Elements of Organizational Decision Making*, Ithaca, ILR Press, 1998, 125 à la p 130.

[1072] Lynn McFarlane Shore et Lois E. Tetrick (1994), « The Psychological Contract as an Explanatory Framework in the Employment Relationship » dans Cary L. Cooper et Denise M. Rousseau, dir, *Trends in Organizational Behaviour*, New York, Wiley, 1994, 91 à la p 100.

type purement relationnel et le contrat purement transactionnel, d'autres formes de contrat peuvent être identifiées[1073]. Néanmoins, le contrat de rémunération du dirigeant illustre un contrat psychologique de type relationnel, c'est-à-dire caractérisé par sa non-spécificité et sa dynamique à long terme[1074]. Cependant, certaines composantes de la rémunération et certains critères de performance viennent contrarier la dynamique relationnelle et psychologique de la relation du dirigeant avec la société.

En définitive, le dirigeant a un double rôle, celui d'agent et d'intendant. La fonction d'intendance du dirigeant permet de prendre en considération l'importance de la motivation intrinsèque, de l'identification organisationnelle et du leadership, lesquels sont ignorés par la théorie de l'agence. Les facteurs psychologiques et contextuels jouent un rôle fondamental dans la conduite du dirigeant puisqu'ils sont source de comportements de type participatif qui favorisent l'engagement à long terme, la confiance, la prise de risque et l'amélioration de la performance plutôt que la seule réduction des coûts, point sur lequel se focalise la théorie de l'agence[1075].

Sous-section 2. — La finalité sociétale à long terme

La finalité sociétale à long terme de la rémunération encourage et valorise des comportements qui peuvent être mésestimés, voire ignorés, lorsqu'ils sont seulement appréhendés dans une perspective de relation d'agence. Afin d'accroître leur potentiel dans la création de valeur, le recours à des indicateurs non financiers semble opportun.

[1073] Denise M. Rousseau et Kimberly A. Wade-Benzoni, « Linking Strategy and Human Resource Practices: How Employee and Customer Contracts are Created » (1994) 33 *Human Resource Management Review* 463 aux pp 467–468 : les auteurs identifient entre le contrat purement transactionnel (court terme et spécifique) et le contrat purement psychologique/relationnel (long terme et non spécifique), deux autres formes de contrat : le contrat transitoire (court terme et non spécifique) et le contrat équilibré (long terme et spécifique).

[1074] Deborah L. Kidder et Ann K. Buchholtz, « Can Excess Bring Success? CEO Compensation and the Psychological Contract » (2002) 12 *Human Resource Management Review* 599 à la p 604.

[1075] Dominique Bessire, Céline Chatelin et Stéphane Onnée, « Qu'est-ce qu'une bonne gouvernance ? » (2007) en ligne : Archive ouverte HAL <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00543220/document> à la p 14.

Paragraphe 1. — Les implications du contrat psychologique

La relation contractuelle entre le dirigeant et la société est soutenue, d'une part, par la confiance réciproque des parties et, d'autre part, par l'équité de l'accord sans que ces deux éléments aient fait l'objet de stipulations contractuelles explicites[1076]. Les postulats d'aléa moral et de sélection adverse dans la relation d'agence ont contribué à la mise en place d'une structure de gouvernance ayant pour objectif principal limiter les coûts qui en découlent. Cependant, une structure de gouvernance orientée sur un contrôle et une surveillance stricts peut s'avérer contre-productive, notamment en décourageant certaines conduites et en fragilisant la coopération dans la relation contractuelle[1077]. Ainsi, certains des mécanismes mis en place pour se prémunir contre le caractère potentiellement opportuniste du dirigeant peuvent au contraire le favoriser.

Tout d'abord, un contrôle trop strict et rigoureux du dirigeant signale le faible degré de confiance qui lui est accordé dans sa relation avec la société et ses actionnaires. Dans ce contexte, le dirigeant peut être amené à relativiser l'importance de toute démarche éthique pour s'abaisser au niveau induit par le degré de surveillance et de contrôle qui pèse sur lui[1078]. Peu importe donc le degré et les aptitudes éthiques du dirigeant puisque ses interactions avec les actionnaires et le conseil d'administration méconnaissent, voire dévalorisent toute implication de cette nature. Autrement dit, plus le potentiel éthique du dirigeant est élevé, plus son sentiment d'insatisfaction sera grand et plus il réduira ses efforts[1079].

L'hypothèse d'opportunisme associée à la dynamique de contrôle annihile tout espoir d'une démarche éthique. En effet, en supposant que le dirigeant n'est orienté que par son intérêt personnel, le rôle de l'éthique dans la prise de décision et la régulation des comportements corporatifs est ignoré. De même, la gestion de la société dans une optique purement économique

---

[1076] Tiffany Keller et Fred Dansereau, « Leadership and Empowerment: A Social Exchange Perspective » (1995) 48 *Human Relations* 127 à la p 128 ; Ian R. Macneil, « Relational Contracts: What We Do and Do Not Know » (1985) *Wisconsin Law Review* 483 à la p 500.

[1077] James H. Davis, F. David Schoorman et Lex Donaldson, « Toward a Stewardship Theory of Management » (1997) 22 *The Academy of Management Review* 20 à la p 25.

[1078] Bruno S. Frey, « Shirking or Work Morale? The Impact of Regulating » (1993) 37 *European Economic Review* 1523 aux pp 1525–1526.

[1079] Bruno S. Frey, « Shirking or Work Morale? The Impact of Regulating » (1993) 37 *European Economic Review* 1523 à la p 1526.

affecte le niveau d'aspiration et de frustration de l'agent. Le risque est donc que l'agent se place en situation de retrait vis-à-vis de l'organisation jusqu'à faire naître chez lui une forme d'agressivité[1080]. La non-adéquation des valeurs du dirigeant avec celle de la société se manifeste par des comportements négatifs, en particulier sur son implication organisationnelle, son maintien en fonction et ses perspectives de carrière[1081]. Si le dirigeant perçoit défavorablement ses rapports avec la société, la dimension relationnelle du contrat psychologique s'amoindrit et est supplantée par des considérations de type transactionnel, telles que la recherche de contreparties financières.

À partir des éléments psychologiques du contrat, le dirigeant juge de l'équité du rapport contractuel et de l'importance de ses attributions. Toute méconnaissance de ces éléments contractuels se matérialise en ressenti cognitif et émotionnel[1082]. En effet, les attentes relatives au contrat psychologique ont trait à la confiance, au sens de la relation et à la croyance d'une promesse de bénéfices futurs. Le non-respect de ces éléments, en tout ou partie, va nécessairement manifester des sentiments d'iniquité, d'insatisfaction, de trahison, de colère, voire de détresse psychologique qui risquent d'entraîner à leur tour des réponses cognitives et émotionnelles très fortes[1083]. Un tel contexte tend à compromettre l'exécution diligente des obligations du dirigeant et peut conduire à des comportements qui s'affranchissent des normes de bonne foi, de confiance, de loyauté et de traitement équitable[1084]. Toute inobservation du contrat psychologique se manifeste par une diminution des efforts déployés, ou par des comportements dommageables tels que la négligence. En conséquence, les réactions du dirigeant ont une importance toute particulière compte tenu de l'ampleur des dommages qu'elles peuvent générer.

Afin de limiter ces comportements et leurs conséquences dommageables, une attention

---

[1080] James H. Davis, F. David Schoorman et Lex Donaldson, « Toward a Stewardship Theory of Management » (1997) 22 *The Academy of Management Review* 20 à la p 27.

[1081] Maria L. Kraimer, « Organizational Goals and Values: A Socialization Model » (1997) 7 *Human Resource Management Review* 425 à la p 434.

[1082] Elizabeth Wolfe Morrison et Sandra L. Robinson, « When Employees Feel Betrayed: A Model of How Psychological Contract Violation Develops » (1997) 22 *The Academy of Management Review* 226 à la p 230.

[1083] Denise M. Rousseau, « Psychological and Implied Contracts in Organisations » (1989) 2 *Employee Responsibilities and Rights Journal* 121 à la p 128.

[1084] Sandra L. Robinson, Matthew S. Kraatz et Denise M. Rousseau, « Changing Obligations and The Psychological Contract: A Longitudinal Study » (1994) 37 *The Academy of Management Journal* 137 aux pp 140–141.

particulière est apportée à l'évaluation de la performance financière de la société. Ainsi, la conduite du dirigeant s'apprécie largement au regard d'indicateurs financiers. Cependant, il n'est pas aisé de déterminer dans quelle mesure la performance financière dépend des actions du dirigeant, de facteurs exogènes et conjoncturels. Cet état des choses fournit des occasions au dirigeant pour agir dans son intérêt avec une relative impunité. Qu'il s'agisse d'une simple réduction des efforts ou de comportements et d'actes plus dommageables, la valeur de la société est négativement affectée. Dès lors, afin de préserver le rôle d'intendant du dirigeant, le conseil d'administration doit œuvrer au maintien d'un contexte de confiance où la discrétion managériale doit être envisagée comme une source de comportements organisationnels favorables[1085]. Il importe que le conseil d'administration soigne ses interactions avec le dirigeant, en prêtant attention à son bien-être individuel, à son implication, à son identification au sein de la société, à sa bonne foi et à sa loyauté. En retour, ces éléments renforcent le sentiment d'obligation du dirigeant à l'égard de la société[1086]. Concrètement, la mise en place d'indicateurs non financiers permet au conseil d'administration de signaler au dirigeant que l'éventail de ses actions n'est pas limité aux seules actions qui se traduisent dans les indicateurs financiers traditionnels. Autrement dit, le conseil d'administration et le régime de rémunération contribuent à ériger des facteurs non financiers, tels que la satisfaction des employés, la satisfaction des clients et le degré d'innovation de l'entreprise, comme source de performance à long terme[1087]. De cette manière, les indicateurs non financiers soutiennent la finalité psychologique du contrat. D'un côté, la mesure non financière de la performance élargit les facteurs de motivation du dirigeant et, de l'autre, elle atteste de l'engagement de l'agent au sein de la société. En conséquence, nous pensons que les interactions entre dirigeants et actionnaires seront plus pérennes et moins conflictuelles si le contrat de rémunération est utilisé pour

---

[1085] Deborah L. Kidder et Ann K. Buchholtz, « Can Excess Bring Success? CEO Compensation and the Psychological Contract » (2002) 12 *Human Resource Management Review* 599 à la p 606.

[1086] Robert Eisenberger, Robin Huntington, Steven Hutchison et Debora Sowa, « Perceived Organizational Support » (1986) 71 *Journal of Applied Psychology* 500 à la p 505 et s ; Lynn McFarlane Shore et Sandy J. Wayne, « Commitment and Employee Behavior: A Comparison of Affective Commitment and Continuance Commitment with Perceived Organizational Support » (1993) 78 *Journal of Applied Psychology* 774 à la p 775.

[1087] Judy Cumby et Joan Conrod, « Non-Financial Performance Measures in the Canadian Biotechnology Industry » (2001) 2 *Journal of Intellectual Capital* 261.

renforcer la finalité psychologique présentée[1088].

Cette présentation de l'aspect psychologique du contrat de rémunération du dirigeant nous offre une explication à la déconnexion entre le niveau de rémunération et la performance de la société[1089]. Des éléments psychologiques tels que la confiance et la loyauté semblent justifier la faible corrélation entre la rémunération et la performance dans le temps. Comme nous en avons fait état, la discrétion managériale et l'enracinement du dirigeant sont aussi des causes de la faiblesse du lien de la rémunération avec la performance. D'ailleurs, cette déconnexion tend à s'accentuer sur la durée. Plus la relation du dirigeant avec la société s'inscrit sur le long terme, plus la nature psychologique et relationnelle du contrat est renforcée et moins la rémunération est en lien avec des mesures de performance financière. Ainsi, plus qu'un ensemble d'incitatifs financiers, le régime de rémunération devient un instrument qui permet de témoigner de la confiance qui est accordée par la société à son dirigeant. La structure de la rémunération est le témoin des réalisations passées du dirigeant, mais également de la confiance du conseil d'administration dans la bonne performance qu'il pourra accomplir dans le futur. Les apports de la théorie de l'intendance et de la finalité psychologique du contrat de rémunération dressent un portrait plus réaliste du dirigeant, lequel ne peut plus être réduit à un agent motivé par la seule maximisation de son utilité personnelle et par des incitatifs financiers.

Des considérations relatives au prestige, au challenge et au pouvoir constituent d'importants incitatifs non financiers[1090]. Les dérives en matière de rémunération que nous avons identifiées précédemment illustrent les dangers des politiques de rémunération strictement liées à la performance financière de la société. Compte tenu de la forte dimension psychologique de la relation du dirigeant avec la société, une approche strictement financière basée sur la performance caractérise un déficit de confiance et une crainte de la société face à l'aléa moral du dirigeant. La dimension financière de la rémunération censée limitée l'opportunisme et la divergence d'intérêts des parties au contrat les encouragent. Un conseil

---

[1088] Denise M. Rousseau, *Psychological Contracts in Organizations: Understanding Written and Unwritten Agreements*, Sage Publications, Thousand Oaks, 1995 à la p 68.
[1089] Voir *supra*.
[1090] Sidney Finkelstein et Donald C. Hambrick, « Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation » (1988) 9 *Strategic Management Journal* 543 aux pp 550–551.

d'administration qui opère un contrôle et une surveillance stricte et qui récompense que des objectifs financiers contribue à entretenir un climat de défiance susceptible de décourager un modèle de gestion axé sur l'intendance[1091]. Les mécanismes de contrôle tout comme les objectifs financiers de performance affectent le comportement et l'aversion au risque des agents[1092]. Qui plus est, les incitatifs financiers à court terme induisent de fait des stratégies managériales courts-termistes et refrènent une gestion sur le long terme souvent source d'avantages concurrentiels[1093]. Autrement dit, la structure actuelle des régimes de rémunération liée à la performance n'offre qu'une faible protection des composants psychologiques de la relation du dirigeant avec la société. En effet, malgré la bonne foi et la loyauté du dirigeant, la réalisation d'une bonne performance échappe largement à son contrôle et justifie ainsi l'adoption de stratégies à court terme dont les résultats peuvent être plus facilement anticipés et perçus par le dirigeant. Par conséquent, une performance financière restreinte à la satisfaction d'objectifs financiers minore le potentiel de création de valeur d'une approche non financière.

Nous sommes d'avis que dépasser l'approche économique du contrat de rémunération permet d'encourager une relation de travail à long terme. Dès lors, la défense de la finalité sociétale à long terme nous oblige à réévaluer la pertinence de certains éléments de rémunération ainsi que leur ampleur dans le régime de rémunération. Dans cette optique, les composantes de la rémunération à long terme sont à privilégier. Comme nous le verrons, la mise en place d'incitatifs corrélés à des indices non financiers de performance permet de satisfaire notre proposition. On peut d'ores déjà mentionner à titre d'illustration que les parachutes dorés sont un élément de rémunération cohérent avec les aspects psychologiques du contrat du dirigeant[1094]. En effet, ils sont particulièrement adaptés au maintien d'une relation sur le long terme puisqu'ils protègent les dirigeants contre la perte de rémunération future en cas de prise

---

[1091] Richard P. Castanias et Constance E. Helfat, « Managerial Resources and Rents » (1991) 17 *Journal of Management* 155 à la p 168.

[1092] Kathleen M. Eisenhardt, « Control: Organizational and Economic Approaches » (1985) 31 *Management Science* 134 à la p 137.

[1093] Barry Baysinger et Robert E. Hoskisson, « The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy » (1990) 15 *The Academy of Management Review* 72 à la p 80.

[1094] Samuel R. Gray et Albert A. Cannella Jr, « The Role of Risk in Executive Compensation » (1997) 23 *The Journal of Management* 517 à la p 522.

de contrôle hostile. Ils témoignent ainsi d'une valorisation des antécédents du dirigeant au sein de la société.

La durée de la relation d'emploi du dirigeant a des implications d'ordre psychologiques et relationnelles non négligeables. Des données récentes établissent la durée moyenne d'un dirigeant en poste à 8,7 années[1095]. De fait, on peut déduire d'une faible durée d'occupation du poste de dirigeant que le dirigeant va privilégier des pratiques de maximisation des profits à court terme au détriment d'une logique à long terme[1096]. La durée d'occupation des fonctions du dirigeant doit donc préoccuper le comité de rémunération lors de l'élaboration du contrat de rémunération et le choix des incitatifs, notamment parce que le lien entre la rémunération et la performance financière tend à s'amenuiser[1097]. Selon que l'on se place sous l'angle de la théorie de l'agence ou de la théorie de l'intendance, l'allongement de la durée en poste implique des postulats contradictoires. En effet, conformément à la théorie du pouvoir managérial, elle suppose un enracinement du dirigeant à son poste et son influence sur le processus de rémunération. À l'inverse, pour la théorie de l'intendance, le maintien en fonction traduit une relation de confiance accrue entre le dirigeant et la société, reléguant en arrière-plan le besoin de s'appuyer sur des mesures financières de la performance du dirigeant.

De notre point de vue, ces postulats ne sont pas exclusifs les uns des autres. En tenant compte de ces deux optiques, il peut sembler utile de répartir différemment le poids des indicateurs financiers et non financiers selon la durée en poste du dirigeant. Par exemple, il peut être souhaitable d'établir une relation décroissante entre la part des indicateurs financiers et la durée en poste du dirigeant. Autrement dit, plus la relation sera durable plus le poids des indicateurs non financiers sera grand. Suivant la même logique, la rigueur du contrôle qui pèse

---

[1095] Jason D. Schloetzer, Matteo Tonello et Melissa Aguilar, *CEO Succession Practices: 2015 Edition* (avril 2015), en ligne : The Conference Board <https://www.conference-board.org/publications/publicationdetail.cfm?publicationid=2935&centerId=5> ; voir également Chapitre 5, section 1.

[1096] Luis Gomez-Mejia et Robert M. Wiseman, « Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook » (1997) 23 *The Journal of Management* 291 aux pp 332–333.

[1097] Charles W. L. Hill et Phillip Phan, « CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay » (1991) 34 *The Academy of Management Journal* 707 à la p 710 (« […] over time the accuracy with which the base pay of a CEO reflects the individual's marginal productivity increases, obviating the need for bonus pay ») ; Kevin J. Murphy, « Incentives, Learning, and Compensation: A Theoretical and Empirical Investigation of Managerial Labor Contracts » (1986) 17 *The RAND Journal of Economics* 59 à la p 72 ; Henry L. Tosi, Jr et Luis R. Gomez-Mejia, « The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective » (1989) 34 *Administrative Science Quarterly* 169 à la p 185.

sur le dirigeant devrait décroître dans le temps, principalement au motif que les administrateurs auront une meilleure connaissance des compétences du dirigeant et de son potentiel de création de valeur.

Paragraphe 2. — La performance non financière

La structure actuelle des régimes de rémunération tend à inciter les dirigeants à mettre en place des stratégies susceptibles de porter atteinte à l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale à long terme. Les bonus et les primes versées annuellement et qui sont basés exclusivement sur des critères de performance financière sont critiqués au motif qu'ils privilégient les rendements comptables à court terme au détriment des investissements à long terme[1098]. Dès lors, le recours aux mesures non financières est avancé pour promouvoir l'engagement à long terme et réduire la myopie managériale[1099]. En effet, la théorie économique considère que le recours à des mesures non traditionnelles de performance dans les contrats incitatifs peut influencer les agents dont l'horizon professionnel est plus court que l'horizon de profitabilité de la société[1100]. Par exemple, afin d'améliorer la performance à long terme, l'importance accordée à la quantité ou à la qualité de la production pour évaluer l'effort de l'agent doit prendre en considération les conséquences sur la performance actuelle et future. En effet, une allocation excessive de l'effort de l'agent sur la quantité de production peut se traduire à court terme par une hausse des profits, mais peut affecter la performance à long terme de la société puisqu'elle sera réputée vendre des produits de faible qualité[1101]. La satisfaction des

---

[1098] Robert S. Kaplan et David P. Norton, « The Balanced Scorecard Measures That Drive Performance » (1992) 70 *Harvard Business Review* 71 ; Robert M. Bushman, Raffi J. Indjejikian et Abbie Smith, « CEO Compensation: The Role of Individual Performance Evaluation » (1995) 21 *Journal of Accounting and Economics* 161 à la p 164.

[1099] Thomas Hemmer, « On the Design and Choice of "Modern" Management Accounting Measures » (1996) 8 *Journal of Management Accounting Research* 87 à la p 87 ; Walid Ben-Amar, Nadia Smaili et Eustache Ebondo Wa Mandzila, « Corporate Social Responsibility And The Quality Of Executive Compensation Disclosures » (2014) 30 *The Journal of Applied Business Research* 625.

[1100] Anne M. Farrell, Kathryn Kadous et Kristy L. Towry, « Contracting on Contemporaneous versus Forward-Looking Measures: An Experimental Investigation* » (2008) 25 *Contemporary Accounting Research* 773 à la p 773 ; Shane S. Dikolli, « Agent Employment Horizons and Contracting Demand for Forward-Looking Performance Measures » (2001) 39 *Journal of Accounting Research* 481 aux pp 482–483.

[1101] Anne M. Farrell, Kathryn Kadous et Kristy L. Towry, « Does the Communication of Causal Linkages Improve Employee Effort Allocations and Firm Performance? An Experimental Investigation » (2012) 24 *Journal of Management Accounting Research* 77 à la p 78.

clients, des employés, la santé et la sécurité ou les indicateurs environnementaux sont autant d'objectifs non financiers qui peuvent être utilisés dans les contrats de rémunération[1102].

De nombreux praticiens ont ainsi recommandé l'utilisation de mesures orientées vers un horizon plus long afin de faciliter la prise de décision des agents[1103]. Des mesures non financières ont été introduites dans des outils comme le « Balanced Scoreboard » créé par Robert S. Kaplan et David P. Norton[1104]. Cet instrument tout comme d'autres systèmes de mesure de performance ont largement été recommandés et implantés dans de nombreuses organisations en complément des mesures comptables traditionnelles pour la prévision de la performance future[1105]. Dans les travaux sur le « Balanced Scorecard », Kaplan et Norton considèrent que des critères non financiers, regroupés dans un tableau de bord équilibré, complètent la divulgation financière traditionnelle[1106]. Leur tableau de bord, dont la finalité est financière, propose des mesures de la performance organisationnelle autour de quatre catégories : finance (ex. le rendement des actifs), clients (ex. les enquêtes de satisfaction auprès de la clientèle), processus (ex. mesures d'efficacité des procédures) et apprentissage (ex. la mesure des compétences des personnels)[1107]. Toujours selon eux, ces indicateurs qui mesurent la satisfaction des clients et des salariés, la motivation des salariés, ou la qualité des productions de l'entreprise peuvent se

---

[1102] Dan Awrey, William Blair et David Kershaw, « Between Law and Markets: Is There a Role for Culture and Ethics in Financial Regulation » (2013) 38 *Delaware Journal of Corporate Law* 191 à la p 237.

[1103] Robert S. Kaplan et David P. Norton, *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, Boston, Harvard Business School Press, 1996 à la p 2 ; Robert S. Kaplan et David P. Norton, *The Strategy-Focused Organization: How Balanced Scorecard Companies Thrive in the New Business Environment*, Boston, Harvard Business School Press, 2000 ; John Case, « Opening the Book » (1997) 75 *Harvard Business Review* 118 à la p 122 ; Anthony J. Rucci, Steven P. Kirn et Richard T. Quinn, « The Employee-Customer-Profit Chain At Sears » (1998) *Harvard Business Review* 82 ; Christopher D. Ittner, David F. Larcker et Marshall W. Meyer, « Subjectivity and the Weighting of Performance Measures: Evidence from a Balanced Scorecard » (2003) 78 *Accounting Review* 725 ; Andy Neely et Mohammed Al Najjar, « Management Learning Not Management Control: The True Role of Performance Measurement » (2006) 48 *California Management Review* 101.

[1104] Robert S. Kaplan et David P. Norton, « The Balanced Scorecard: Measures That Drive Performance » (1992) 70 *Harvard Business Review* 71.

[1105] Joan Luft, « Nonfinancial Information and Accounting: A Reconsideration of Benefits and Challenges » (2009) 23 *Accounting Horizons* 307 aux pp 307–308.

[1106] Robert S. Kaplan et David P. Norton, « Transforming the Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management: Part I » (2001) 15 *Accounting Horizons* 87 à la p 89.

[1107] Robert S. Kaplan et David P. Norton, *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, Boston, Harvard Business School Press, 1996 à la p 2 ; Marlys Gascho Lipe et Steven Salterio, « A Note on the Judgmental Effects of the Balanced Scorecard's Information Organization » (2002) 27 *Accounting, Organizations and Society* 531 à la p 532.

traduire en profitabilité[1108]. D'une manière plus générale, la méthode qu'ils ont développée est à la fois une approche stratégique et un système de la gestion de la performance permettant une mise en œuvre de la vision et de la stratégie d'une entreprise. En effet, le tableau de bord présente un certain nombre d'indicateurs non financiers associés à des objectifs stratégiques préalablement déterminés[1109].

La pertinence du recours à des critères non financiers de la performance a été établie par de nombreuses recherches. Effectivement, nombre d'entre elles ont démontré le pouvoir explicatif des indicateurs financiers et non financiers sur les niveaux de rendement boursier et de performance financière[1110]. Un certain nombre de recherches et d'enquêtes de terrain suggèrent que le tableau de bord devrait être intégré à l'évaluation de la rémunération et de la performance[1111]. Cependant, Kaplan et Norton ne précisent pas comment les différentes mesures de performance doivent être combinées pour fournir une évaluation d'ensemble de la performance. En effet, s'ils prônent la mise en place d'un système subjectif d'évaluation de la performance, ils laissent une large discrétion aux personnes chargées de procéder à la mise en place des incitatifs[1112]. Ainsi, selon le contexte, l'activité et les parties prenantes de la société,

---

[1108] Évelyne Poincelot et Grégory Wegmann, « Utilisation des critères non financiers pour évaluer ou piloter la performance : analyse théorique » (2005) 11 *Comptabilité — Contrôle – Audit* 109 à la p 110.

[1109] Évelyne Poincelot et Grégory Wegmann, « Utilisation des critères non financiers pour évaluer ou piloter la performance : analyse théorique » (2005) 11 *Comptabilité — Contrôle – Audit* 109 à la p 115.

[1110] Eli Amir et Baruch Lev, « Value-Relevance of Nonfinancial Information: The Wireless Communications Industry » (1996) 22 *Journal of Accounting and Economics* 3 ; Christopher D. Ittner et David F. Larcker, « Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction » (1998) 36 *Journal of Accounting Research* 1 ; K. E. Hughes, « The Value Relevance of Nonfinancial Measures of Air Pollution in the Electric Utility Industry » (2000) 75 *The Accounting Review* 209 ; Venky Nagar et Madhav V. Rajan, « The Revenue Implications of Financial and Operational Measures of Product Quality » (2001) 76 *The Accounting Review* 495 ; Rodney E. Smith et William F. Wright, « Determinants of Customer Loyalty and Financial Performance » (2004) 16 *Journal of Management Accounting Research* 183.

[1111] Anthony J. Rucci, Steven P. Kirn et Richard T. Quinn, « The Employee-Customer-Profit Chain At Sears » (1998) *Harvard Business Review* 82 ; Robert S. Kaplan et David P. Norton, « Transforming the Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management: Part II » (2001) 15 *Accounting Horizons* 147 ; Mary A. Malina et Frank H. Selto, « Communicating and Controlling Strategy: An Empirical Study of the Effectiveness of the Balanced Scorecard » (2001) 13 *Journal of Management Accounting Research* 47.

[1112] Robert S. Kaplan et David P. Norton, *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, Boston, Harvard Business School Press, 1996 à la p 220 ; Rajiv D. Banker, Hsihui Chang et Mina Pizzini, « The Judgmental Effects of Strategy Maps in Balanced Scorecard Performance Evaluations » (2011) 12 *International Journal of Accounting Information Systems* 259 à la p 261.

celles-ci demeurent libres de déterminer le contenu de la performance non financière[1113]. Concrètement, on peut très bien envisager que le comité de rémunération, accompagné du conseiller en rémunération, prenne la responsabilité de la mise en place de ce système et du choix des indicateurs non financiers jugés adéquats pour évaluer la performance du dirigeant. Comme nous le défendons dans ce chapitre, les indicateurs non financiers sont des incitatifs adéquats pour une gestion axée sur l'intendance. En effet, la présence de ces indicateurs dans le contrat de rémunération du dirigeant le rendrait plus performant par rapport à ceux qui n'en contiennent pas[1114].

De tels indicateurs permettent d'améliorer l'efficience des mécanismes d'incitation et de contrôle. En effet, des éléments de rémunération tels que les bonus et les primes n'informent que sur les flux de trésorerie futurs, mais pas sur les choix qui ont guidé les actions des dirigeants[1115]. Dans ces conditions, si des mesures autres que celles du prix d'achat d'actions apportent des informations supplémentaires sur le modèle de gestion des dirigeants, elles devraient être intégrées au contrat de rémunération[1116]. De plus, les critères utilisés dans le contrat de rémunération devraient être liés à la stratégie de l'entreprise afin d'assurer un alignement des objectifs entre les dirigeants et les actionnaires. Par exemple, le recours à des critères non financiers de performance semble être particulièrement approprié aux stratégies orientées par l'innovation et la qualité[1117].

Il arrive également que ce soit le contexte économique de la firme qui conditionne le

---

[1113] Shlomit Azgad-Tromer, « The Virtuous Corporation: On Corporate Social Motivation and Law » (2017) 19 *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 341 à la p 361.

[1114] Anne M. Farrell, Kathryn Kadous et Kristy L. Towry, « Contracting on Contemporaneous versus Forward-Looking Measures: An Experimental Investigation* » (2008) 25 *Contemporary Accounting Research* 773 aux pp 777–778 ; Joan Luft, « Nonfinancial Information and Accounting: A Reconsideration of Benefits and Challenges » (2009) 23 *Accounting Horizons* 307 aux pp 309–310.

[1115] Gerald A. Feltham et Jim Xie, « Performance Measure Congruity and Diversity in Multi-Task Principal/Agent Relations » (1994) 69 *The Accounting Review* 429 à la p 447 (« Barring exceptional circumstances, a second-best incentive contract requires that the price be supplemented with other measures, even though those measures are impounded in the price » [soulignement ajouté]).

[1116] Christopher D. Ittner, David F. Larcker et Madhav V. Rajan, « The Choice of Performance Measures in Annual Bonus Contracts » (1997) 72 *The Accounting Review* 231 à la p 233.

[1117] Christopher D. Ittner, David F. Larcker et Madhav V. Rajan, « The Choice of Performance Measures in Annual Bonus Contracts » (1997) 72 *The Accounting Review* 231 à la p 251.

choix entre des critères financiers ou non financiers de performance. Entre autres, le recours à des critères financiers lorsque la société est en détresse financière permet de répondre à l'impératif court-termiste de sortie de crise[1118]. Dans cette situation, les critères financiers permettent d'informer la haute direction sur les flux de trésorerie futurs et la viabilité financière de la firme. De tels critères seront donc à privilégier dans l'évaluation de la performance du dirigeant parce qu'ils reflètent plus adéquatement l'intérêt des actionnaires en temps de crise.

Le recours à des mesures non financières est pertinent, car les indicateurs de performance financière ne suffisent pas à eux seuls à refléter adéquatement les actions du dirigeant. En effet, la mesure de la performance financière est affectée par des informations ou des activités qui offrent une représentation inadéquate des actions prises par le dirigeant[1119]. À ce propos, la littérature sur la relation d'agence a spécifiquement identifié le risque que représentait le fait de baser l'évaluation du dirigeant sur des mesures de performance reflétant inadéquatement certaines activités. Effectivement, la crainte a toujours été que l'agent ne consacre qu'un effort et une attention limités aux tâches qui n'étaient que partiellement appréhendées par la mesure de performance[1120]. À cet égard, il est reproché aux mesures financières traditionnelles de ne permettre que des comparaisons historiques, de ne fournir que peu d'indications sur la performance future, de ne pas être en adéquation avec les stratégies de l'entreprise et d'ignorer les actifs intangibles qui composent sa valeur[1121]. D'ailleurs, ce constat est encore plus important pour les sociétés dont les stratégies sont largement tournées vers l'innovation, comme dans le

---

[1118] Stuart C. Gilson et Michael R. Vetsuypens, « CEO Compensation in Financially Distressed Firms: An Empirical Analysis » (1993) 48 *The Journal of Finance* 425 aux pp 426, 448–449.

[1119] Rajiv D. Banker et Srikant M. Datar, « Sensitivity, Precision, and Linear Aggregation of Signals for Performance Evaluation » (1989) 27 *Journal of Accounting Research* 21 à la p 22 ; Gerald A. Feltham et Jim Xie, « Performance Measure Congruity and Diversity in Multi-Task Principal/Agent Relations » (1994) 69 *The Accounting Review* 429 à la p 432 ; Robert M. Bushman, Raffi J. Indjejikian et Abbie Smith, « CEO Compensation: The Role of Individual Performance Evaluation » (1996) 21 *Journal of Accounting and Economics* 161 à la p 173.

[1120] Bengt Holmstrom et Paul Milgrom, « Multitask Principal Agent Analysis: Incentive Contracts Asset Ownership, and Job Design » (1991) 7 *Journal of Law, Economics and Organization* 524 ; Robert M. Bushman et Raffi J. Indjejikian, « Accounting Income, Stock Price and Managerial Compensation » (1993) 16 *Journal of Accounting and Economics* 1.

[1121] Mike Kennerley et Andy Neely, « Measuring Performance in a Changing Business Environment » (2003) 23 *International Journal of Operations et Production Management* 213 à la p 214 ; Michael E. Porter, « Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System » (1992) 70 *Harvard Business Review* 65 ; Robert S. Kaplan et David P. Norton, « Transforming the Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management: Part 1 » (2001) 15 *Accounting horizons* 87 à la p 87.

secteur des biotechnologies[1122] et des télécommunications[1123] où la valeur des sociétés repose fortement sur le capital humain et intellectuel. À l'inverse, l'usage de mesures non financières se traduirait par des rendements boursiers plus élevés[1124]. La recherche de la performance financière à long terme dépend donc de facteurs non financiers comme la loyauté et la fidélité des clients, la satisfaction des employés, la qualité des processus internes et le caractère innovant de la société[1125]. Par exemple, l'importance croissante accordée à la satisfaction des consommateurs dans de nombreuses sociétés est motivée par le fait que les données comptables classiques ne permettent pas de faire état d'une information essentielle à la société[1126]. De même, un système de mesures de performance non financière peut apporter plus rapidement et directement de l'information sur l'impact des décisions prises par les dirigeants et permettre ainsi une gestion plus réactive[1127].

Toutefois, il convient de mentionner que le recours à des mesures de performance non financière n'est pas exempt de critique. En effet, nous avons précédemment exposé l'influence que le dirigeant peut exercer sur le processus de rémunération[1128]. Le recours à des critères non financiers peut aussi être corrélé à l'influence dont dispose le dirigeant sur les organes chargés

---

[1122] Judy Cumby et Joan Conrod, « Non-Financial Performance Measures in the Canadian Biotechnology Industry » (2001) 2 *Journal of Intellectual Capital* 261.

[1123] Eli Amir et Baruch Lev, « Value-Relevance of Nonfinancial Information: The Wireless Communications Industry » (1996) 22 *Journal of Accounting and Economics* 3.

[1124] Christopher D. Ittner, David F. Larcker et Taylor Randall, « Performance Implications of Strategic Performance Measurement in Financial Services Firms » (2003) 28 *Accounting, Organizations and Society* 715 à la p 738 ; Amal A. Said, Hassan R. HassabElnaby et Benson Wier, « An Empirical Investigation of the Performance Consequences of Nonfinancial Measures » (2003) 15 *Journal of Management Accounting Research* 193 aux pp 194, 196 et s.

[1125] Judy Cumby et Joan Conrod, « Non-Financial Performance Measures in the Canadian Biotechnology Industry » (2001) 2 *Journal of Intellectual Capital* 261 à la p 262 (reprenant les travaux de Kaplan et Norton en 2000 sur le tableau bord présentant un ensemble de critères non financiers pour les firmes, les auteurs résument l'intérêt de tels critères « balanced scorecards tell you the knowledge, skills, and systems that employees will need [their learning and growth] <u>to innovate and build the right strategic capabilities and efficiencies</u> [the internal processes] that deliver specific value to the market [the customers], which will eventually <u>lead to higher shareholder value</u> [the financials] » [soulignement ajouté]).

[1126] Christopher D. Ittner et David F. Larcker, « Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction » (1998) 36 *Journal of Accounting Research* 1 aux pp 2–3.

[1127] Anitesh Barua, Charles H. Kriebel et Tridas Mukhopadhyay, « Information Technologies and Business Value: An Analytic and Empirical Investigation » (1995) 6 *Information Systems Research* 3 à la p 5.

[1128] Voir *supra*.

de l'élaboration de son régime de rémunération[1129]. Comme nous l'avons abordé dans notre première section, la rémunération du dirigeant est largement influencée par des déterminants économiques. Néanmoins, dans les situations où le dirigeant dispose de larges pouvoirs, le montant de la rémunération tend à être plus élevé que s'il était seulement le résultat de ces déterminants[1130]. De plus, les manipulations des critères non financiers sont plus difficilement détectables lors d'audits[1131]. Ainsi, certains revendiquent que leur intégration au sein des contrats de rémunération devrait se limiter à un rôle purement informationnel[1132]. À l'opposé, d'autres recherches concluent que de telles mesures sont plus fiables que les données comptables qui sont susceptibles d'être manipulées par les dirigeants lorsqu'ils procèdent à l'ajustement des coûts ou des valeurs dans le bilan comptable[1133]. En outre, la vérification de ces mesures serait plus simple, car les informations qu'elles contiennent (ex. nombre d'acquisitions, lieux de production, nombre d'employés, etc.) sont plus transparentes[1134]. Quoi qu'il en soit, la crainte d'une manipulation des critères non financiers, tout comme celle qui pèse sur les critères financiers, ne doit pas remettre en cause leur potentiel incitatif dans la gestion du dirigeant. Il appartient donc au conseil d'administration et au comité de rémunération de veiller à l'intégrité du processus d'élaboration, d'adoption et de contrôle du régime de rémunération et des critères auxquels il répond.

En définitive, le recours à des mesures non financières dans le contrat de rémunération du dirigeant reflète l'hypothèse implicite que les actions managériales ont nécessairement des conséquences sur l'innovation, la recherche et le développement, la satisfaction des clients et des fournisseurs, lesquelles se manifestent à long terme sur la performance financière de la

---

[1129] Voir *infra* chapitre 5.

[1130] Richard A. Lambert, David F. Larcker et Keith Weigelt, « The Structure of Organizational Incentives » (1993) 38 *Administrative Science Quarterly* 438 à la p 441.

[1131] Christopher D. Ittner, David F. Larcker et Madhav V. Rajan, « The Choice of Performance Measures in Annual Bonus Contracts » (1997) 72 *The Accounting Review* 231 à la p 236.

[1132] Christopher D. Ittner et David F. Larcker, « Determinants of Performance Measure Choices in Worker Incentive Plans » (2002) 20 *Journal of Labor Economics* 58 à la p 62.

[1133] William Rees et Charles Sutcliffe, « Quantitative Non-Financial Information and Income Measures: The Case of Long-Term Contracts » (1994) 21 *Journal of Business Finance and Accounting* 331 à la p 332.

[1134] Joseph F. Brazel, Keith L. Jones et Mark F. Zimbelman, « Using Nonfinancial Measures to Assess Fraud Risk » (2009) 47 *Journal of Accounting Research* 1135 à la p 1140.

société. Dans cette perspective, ces indicateurs sont une source indéniable d'informations sur les résultats du modèle de gestion du dirigeant en lien avec l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale. L'emploi de critères non financiers peut orienter le dirigeant vers l'exécution d'une stratégie de création de valeur à long terme au détriment des préoccupations courts-termistes[1135]. Enfin, le recours aux mesures non financières de performance peut faire échec à certaines des dérives que nous avons identifiées précédemment. Partant de ce fait, les manipulations comptables perdent de leur utilité et l'information transmise aux investisseurs et aux actionnaires est plus fiable et donc de meilleure qualité[1136].

CONCLUSION

La conception économique de la gouvernance des sociétés par actions a eu d'importantes implications sur les pratiques de la rémunération des hauts dirigeants. La plus importante d'entre elles a peut-être été de consacrer le rôle des incitatifs économiques pour canaliser la tendance naturelle des agents à maximiser leur utilité personnelle. Dès lors, l'environnement réglementaire ainsi que les mécanismes de gouvernance ont fait de la rémunération un véritable enjeu stratégique pour l'encadrement de l'aléa moral du dirigeant et pour limiter tout « hold-up » sur le processus de création de valeur[1137].

Malgré les apports considérables de la théorie économique, force est de constater que des défaillances en matière de rémunération perdurent et contribuent à entretenir une véritable dysphorie à son égard. Dans ces conditions, les déterminants de la rémunération doivent faire l'objet d'une série d'ajustements relatifs prioritairement au contrat de rémunération. En effet, le poids considérable accordé à la théorie de l'agence a relégué à l'arrière-plan d'autres finalités de la rémunération dont les effets sur la performance ne peuvent plus être sous-estimés. Telle

---

[1135] Rajiv D. Banker, Gordon Potter et Dhinu Srinivasan, « An Empirical Investigation of an Incentive Plan That Includes Nonfinancial Performance Measures » (2000) 75 *The Accounting Review* 65 à la p 67.

[1136] Salma Ibrahim et Cynthia Lloyd, « The Association Between Non-Financial Performance Measures in Executive Compensation Contracts and Earnings Management » (2011) 30 *Journal of Accounting and Public Policy* 256 aux pp 258–259.

[1137] Bryce Tingle, « How Good Are Our "Best Practices" When It Comes to Executive Compensation? A Review of Forty Years of Skyrocketing and the Forces of Good Governance » (2017) 80 *Saskatchewan Law Review* 387 à la p 388 ; Patrice Gélinas et Lisa Baillargeon, « CEO Compensation in Canada, 1971-2008 » (2013) 12 *International Journal of Business and Management* 1 à la p 1.

est la démarche qui préside au présent chapitre où il importe, selon nous, de réexaminer le rôle des incitatifs financiers à la lumière de considérations relatives à la posture éthique du dirigeant, à ses valeurs et à ses comportements, et ce au-delà du prisme des prédicats de la théorie de l'agence.

À l'observation de cette réalité succèdent nécessairement l'identification des moyens nécessaires à sa réalisation et à sa matérialisation dans le contrat de rémunération. À cette fin, le recours à des indicateurs non financiers semble offrir, d'une part, le moyen de mitiger les effets délétères de critères exclusivement financiers sur la qualité d'intendance du dirigeant et, d'autre part, d'élargir le champ des possibles susceptible de contribuer à l'amélioration du processus de création de valeur pour la société.

CHAPITRE 5. — LE CONTRÔLE DE LA RÉMUNÉRATION

INTRODUCTION

Le débat sur le niveau et l'effectivité des régimes de rémunération des membres de la haute direction des sociétés se concentrent autour de deux modèles. Le premier est celui du contrat optimal selon lequel le conseil d'administration a charge d'élaborer un régime de rémunération incitative afin que le dirigeant maximise la valeur pour les actionnaires. Le second est celui de l'influence managériale sur le processus de rémunération où des défaillances permettent au dirigeant de laisser libre cours à son opportunisme au détriment de l'intérêt de la société[1138]. De la sorte, selon Berle et Means, dans les sociétés où la propriété est dispersée, les actionnaires perdent leur pouvoir de contrôle au profit de dirigeants de plus en plus influents[1139]. Face aux potentiels conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants, des mécanismes d'incitation et de surveillance sont classiquement requis[1140]. Sous l'emprise du dirigeant, les administrateurs échouent à agir comme « gatekeepers » pour assurer la sauvegarde des intérêts des actionnaires. Plusieurs dysfonctionnements expliquent cet échec et corroborent l'hypothèse d'une certaine indolence des administrateurs. D'abord, leur position et leurs avantages sont en partie tributaires du bon vouloir du dirigeant. Ensuite, ils sont soucieux de développer et de maintenir leur bonne réputation d'administrateur afin d'accroître leur perspective d'emploi au sein d'autres conseils d'administration. Puis, l'absence de participation au capital de la société ne les incite pas à opérer une surveillance accrue de la gestion du dirigeant. Et enfin, ils ne disposent que de peu d'informations et de temps pour réellement débattre des choix de la haute direction.

Bien que l'approche managériale de la rémunération décrive une réalité avérée des

---

[1138] Lucian A. Bebchuk et Jesse M. Fried, « Executive Compensation as an Agency Problem » (2003) 17 *Journal of Economic Perspectives* 71 aux pp 72–73 ; Lucian A. Bebchuk, Jesse M. Fried et David I. Walker, « Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation » (2005) 69 *University of Chicago Law Review* 751 aux pp 761–793.

[1139] Adolf A. Berle et Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1932.

[1140] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305.

relations entre le dirigeant et le conseil d'administration, elle ne laisse que peu de place à d'autres dynamiques relationnelles. En l'état des choses, il est difficile de concevoir pour quelles raisons ils ne contribueraient pas à la négociation d'une rémunération juste et équitable aussi bien pour le dirigeant que pour la société. Si, à première vue, les administrateurs n'interviennent que modérément dans le processus de négociation, c'est qu'ils n'y sont pas incités. Mais à bien considérer les choses, le recours à des conseillers en rémunération et à certains indicateurs de performance offre de nouvelles justifications aux pratiques de rémunération[1141]. De même, afin de préserver l'intégrité du processus de rémunération, le droit des sociétés par actions attribue au conseil d'administration, comme un organe de gouvernance, une double fonction. La première habilite le conseil d'administration comme organe de surveillance et de discipline du dirigeant. La seconde souligne quant à elle le rôle cognitif et stratégique qui est attendu des administrateurs. Si l'équilibre à trouver entre les deux fonctions du conseil d'administration dépend d'une série d'arrangements organisationnels, il n'en demeure pas moins qu'une surveillance de qualité conditionne les apports stratégiques et cognitifs du conseil pour assister la prise de décision par la haute direction. De cette façon, la législation sur les sociétés par actions instaure un contrôle *ex ante* du processus de prise de décision. De la même manière, le droit des sociétés permet un contrôle *ex post* de la décision. En effet, afin de garantir un processus décisionnel respectueux des intérêts de la société et de ses actionnaires, des recours judiciaires peuvent être engagés. Ces derniers permettent ainsi de contester une décision, soit parce que le contexte dans lequel elle a été adoptée fait craindre un manquement aux devoirs des administrateurs, soit parce qu'elle est par nature abusive et inéquitable.

Dans le premier volet de ce chapitre, nous présenterons les modalités du contrôle opéré par les administrateurs. Spécifiquement, nous traiterons du fonctionnement et des caractéristiques du conseil d'administration qui garantissent, d'une part, un contrôle effectif et, d'autre part, l'exercice de son rôle managérial. Dans un second volet, nous détaillerons l'enjeu de la gouvernance judiciaire, qui en renfort de la normativité sociale, explicite les pratiques exemplaires recommandées dans le milieu des affaires. D'ailleurs, l'occasion nous sera donnée de traiter de contestations judiciaires de décision, notamment sur les régimes de rémunération,

---

[1141] Voir *supra* chapitre 4.

qui témoignent de la volonté du juge et du législateur de placer l'équité au cœur du processus décisionnel corporatif.

SECTION 1. — LE CONTRÔLE DE LA RÉMUNÉRATION PAR LES ADMINISTRATEURS

Traditionnellement, les théories de la gouvernance des sociétés s'appuient largement sur une approche contractuelle de la coopération où la création de valeur est appréhendée dans une optique financière et disciplinaire. Cependant, les limites rencontrées par l'approche contractuelle ont justifié le recours à une approche cognitive où la création de valeur est envisagée de manière dynamique et stratégique.

Sous-section 1. — La dimension disciplinaire et réglementaire du contrôle

Selon l'approche contractuelle et la théorie de l'agence, le conseil d'administration est le mécanisme privilégié pour surveiller la gestion du dirigeant de la société. Un certain nombre d'exigences relatives au fonctionnement du conseil d'administration et aux caractéristiques de ses membres contribuent à la surveillance effective de l'organisation et de ses dirigeants.

Paragraphe 1. — La fonction de surveillance du conseil d'administration

Les travaux des professeurs Berle et Means font de la séparation des fonctions de propriété et de direction la caractéristique essentielle des sociétés par actions et une condition indispensable à la prise de décision efficace dans l'entreprise[1142]. La spécialisation des fonctions qui découle de cette séparation doit permettre la réalisation de gains significatifs, lesquels sont affectés par des coûts d'agence. En conférant à des dirigeants le contrôle des capitaux qu'ils ont apportés, les actionnaires s'exposent à un risque d'opportunisme. Il y a donc lieu de porter une attention particulière aux mécanismes de protection qui limitent les conséquences de l'aléa moral du dirigeant sur la richesse des actionnaires, la performance financière de la société et l'efficience du marché des valeurs mobilières[1143]. À ce titre, nous avons souligné précédemment

---

[1142] Adolf A. Berle, Jr et Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1932 ; Stephen M. Bainbridge, « Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance » (2002) 55 *Vanderbilt Law Review* 1 à la p 4.

[1143] Bernard Black, « The Core Institutions that Support Securities Markets » (2000) 55 *Business Law Review* 1565 à la p 1565.

l'importance des facteurs de nature psychologique et relationnelle qui affectent le dirigeant et qui peuvent contribuer à aligner sa conduite avec l'intérêt des actionnaires. En effet, à défaut d'incitatifs adéquats, les membres de la haute direction risquent d'adopter des conduites en deçà des attentes des actionnaires, soit en n'agissant pas dans leur intérêt, soit en limitant leurs efforts dans l'exercice de leurs fonctions[1144]. De plus, le dirigeant a une sensibilité élevée au risque, car son capital humain est lié à la société, ce qui le rend moins prompt à adopter des stratégies de maximisation risquées. À l'inverse, compte tenu de la diversification de ses investissements, l'actionnaire a une aversion pour le risque qui est plus faible, ce qui le pousse à privilégier des stratégies maximisant son retour sur investissement[1145]. Dès lors, le conseil d'administration a une mission de gestion des risques, notamment des événements susceptibles de nuire à la bonne santé financière de la société et à la réalisation de ses objectifs[1146].

S'appuyant sur les théories de l'agence et des coûts de transaction, l'efficacité des mécanismes de contrôle qui contraignent les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires et à limiter leur opportunisme est devenue la préoccupation centrale des débats théoriques. La séparation de la propriété et de la direction des sociétés entraîne inévitablement le risque que le dirigeant agisse de manière opportuniste en employant des stratégies qui ne sont pas dans l'intérêt des actionnaires. La mise en place d'une bonne gouvernance implique donc un contrôle des conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires, lesquels portent atteinte à l'objectif traditionnel de maximisation de la valeur. Dès lors, pour atténuer le risque d'opportunisme, le droit des sociétés par actions investit le conseil d'administration et les administrateurs de la responsabilité de contrôler les actions et les décisions des dirigeants. Par conséquent, le conseil d'administration est l'élément central de la gouvernance de la société par actions et de la relation d'agence. Dans la mesure où l'autorité décisionnelle et opérationnelle est déléguée au dirigeant, il est garant de la représentation des intérêts des actionnaires[1147] et doit, lorsque les circonstances

---

[1144] Alan J. Meese, « The Team Production Theory of Corporate Law: A Critical Assessment » (2002) 43 *William and Mary Law Review* 1629 aux pp 1631, 1638.

[1145] Mark J. Roe, « Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control » (2000) 53 *Stanford Law Review* 539 à la p 545.

[1146] Nadia Smaïli et Stéphane Rousseau, « Vers une évaluation des risques plus efficace après les crises financières ? » (2014) 36 *La Revue du Financier* 54.

[1147] Coral Ingley, Morina Rennie, Jens Mueller, D. D. Warrick, Ljiljana Erakovic, « The Social Dimension of

l'exigent, discipliner les dirigeants[1148].

En théorie, le conseil d'administration est présenté comme un garde-fou censé protéger les intérêts des actionnaires, et comme un instrument à l'appui duquel le dirigeant renforce son pouvoir et son autorité au sein de la société. Ainsi, selon la théorie économique de l'agence le conseil d'administration est appréhendé comme un dispositif de protection, d'une part, entre la société et les apporteurs de capitaux et, d'autre part, entre la société et ses dirigeants[1149]. Le rôle de garant dévolu au conseil d'administration corrobore la thèse de Berle et Means selon laquelle l'actionnariat diffus des sociétés par actions laisse aux dirigeants la gestion et le contrôle effectif de celles-ci. Dès lors, les auteurs ont identifié le risque qu'impliquait une telle structure de propriété de la firme capitaliste puisqu'elle ne garantissait pas que les dirigeants, assumant le contrôle effectif de la société, agissent bel et bien dans l'intérêt de ses propriétaires[1150]. Dans ces conditions, il est irréaliste de croire que les dirigeants gèrent les sociétés qu'ils dirigent dans les seuls intérêts des actionnaires[1151]. Comme le soulignait Adolfe Berle, il est à craindre que le contrôle de l'entreprise échappe au conseil d'administration et aux actionnaires avec le risque que les dirigeants et les administrateurs agissent « more as princes and ministers than as promoters or merchants »[1152]. Voilà l'inquiétude majeure : l'emprise des dirigeants sur les

---

Boards' Role in Better Corporate Governance » dans Anabella Davila, Marta M. Elvira, Jacobo Ramirez, Laura Zapata-Cantu, dir, *Understanding Organizations in Complex, Emergent and Uncertain Environments*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2012, 45 à la p 48 ; Annita Florou et Peter Pope, « Are Boards and Institutional Investors Active Monitors? Evidence from CEO Dismissal » (2008) 23 *Managerial Auditing Journal* 862 à la p 863.

[1148] Eugene F. Fama, « Agency Problems and the Theory of the Firm » (1980) 88 *The Journal of Political Economy* 288 ; Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, The Free Press, 1998.

[1149] Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, The Free Press, 1998 à la p 298.

[1150] Adolf A. Berle, Jr et Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1932 à la p 121 (« When the owners was also in control of his enterprise he could operate it in his own interest and the philosophy surrounding the institution of private property as assumed that he would do so. This assumption has been carried over the present conditions and it is still expected that enterprise will be operated in the interests of the owners. But have we any justification for assuming that control of a modern corporation will also choose to operate it in the interests of the owners? »).

[1151] Jeffrey G. Macintosh, « Institutional Shareholders and Corporate Governance in Canada » (1996) 26 *Canadian Business Law Journal* 145 à la p 152.

[1152] Adolfe A. Berle, « For Whom Corporate Managers Are Trustees » (1932) 45 *Harvard Law Review* 1365 aux pp 1366–1367.

administrateurs rend le conseil d'administration complètement inefficace pour détecter les conduites contraires aux intérêts des actionnaires ou les conduites illégales[1153].

En pratique, le conseil d'administration remplit deux fonctions essentielles, une fonction de surveillance et une fonction managériale[1154]. L'allocation de l'autorité décisionnelle au conseil d'administration en vertu du droit des sociétés par actions est conforme à l'approche contractuelle de la firme[1155]. En effet, la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* attribue au conseil d'administration le pouvoir de décider de l'affection des ressources de la société[1156]. Bien qu'il soit habilité à gérer les activités commerciales et les affaires internes de la société, la gestion courante des affaires est généralement déléguée aux dirigeants[1157]. En effet, comme a pu le rappeler la Cour suprême du Canada en 2004 dans la décision *Wise*, « [l]es administrateurs et les dirigeants des sociétés sont investis d'un pouvoir considérable en matière de déploiement et de gestion des ressources financières, humaines et matérielles »[1158]. Cette fonction de surveillance est d'autant plus importante que de nombreux actionnaires et investisseurs manquent des compétences ou ne souhaitent simplement pas s'impliquer dans la gestion et la surveillance de la société. En raison de problèmes de coordination inhérents à l'ensemble des actionnaires qui font preuve d'une « apathie rationnelle »[1159], ces derniers vont sous-investir dans le suivi et la discipline de leurs dirigeants[1160]. Ainsi, les actionnaires qui ne détiennent pas

---

[1153] Ralph Nader, Mark J. Green et Joel Seligman, *Taming the Giant Corporation*, New York, W. W. Norton & Company, 1977 à la p 64.

[1154] Stéphane Rousseau, « Le droit des sociétés cotées, 15 ans après la loi Sarbanes-Oxley : quel rôle pour les Autorités canadiennes en valeurs mobilières en matière de gouvernance ? » dans Services de la formation continue du Barreau du Québec, Développements récents en droit des affaires, vol 435, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2017, 43, EYB2017DEV2529 ; Kevin P. McGuinness, *Canadian Business Corporations Law*, 2e éd, LexisNexis Canada, Markham, 2007, (QL) au para 9.51.

[1155] Voir *supra* chapitre 1 ; Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, *Analyse économique du droit*, 2e éd, Dalloz, Paris, 2008 à la p 491 ; Stephen M. Bainbridge, *Corporations Law and Economics*, New York, Foundation Press, 2002 à la p 197 et s.

[1156] Art 102(1) LCSA ; art 112 LSA.

[1157] Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, *Analyse économique du droit*, 2e éd, Dalloz, Paris, 2008 à la p 490.

[1158] *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 à la p 476.

[1159] Robert C. Clark, *Corporate Law*, Boston, Little Brown and Co, 1986 aux pp 390–392 (l'expression « rational apathy » renvoie au comportement souvent désintéressé des actionnaires quant au contrôle des décisions prises par les dirigeants et les administrateurs. Autrement dit, le coût d'une surveillance optimale excède souvent le bénéfice qui peut en être attendu).

[1160] Ronald J. Daniels, « Must Boards Go Overboard? An Economic Analysis of the Effects of Burgeoning Statutory Liability on the Role of Directors in Corporate Governance » (1994) 24 *Canadian Business Law Journal* 229 à la

de part significative dans la société ne sont pas incités à fournir les efforts, l'argent et le temps qu'exigerait le contrôle des décisions de leurs agents. Par ailleurs, les bénéfices d'une surveillance accrue bénéficiant à l'ensemble des actionnaires, certains sont incités à s'en remettre aux efforts des autres. Dès lors, ce problème du passager clandestin ou d'action collective contribue à rendre la surveillance sous-optimale[1161]. Par conséquent, la mission de surveillance du conseil d'administration permet de contrer la passivité des actionnaires qui ne souhaitent pas ou qui ne peuvent pas fournir le temps et les efforts nécessaires au contrôle de la gestion de leurs dirigeants[1162].

Dans l'exercice de sa mission de surveillance et de contrôle, le conseil d'administration a pour obligation de protéger les intérêts des actionnaires et de gérer les affaires de la société sans pour autant s'immiscer dans la gestion quotidienne des dirigeants[1163]. De même, il lui appartient de contrôler la conformité des actes et des décisions prises par les dirigeants au regard des normes de conduite formelles et informelles, dont les normes éthiques[1164]. Afin de remplir adéquatement sa fonction de contrôle des dirigeants, le conseil d'administration dispose de deux leviers d'action, que sont la rémunération et la décision d'embaucher ou de révoquer ses dirigeants[1165]. Une partie de la littérature considère que les données relatives au taux de renouvellement des dirigeants suggèrent que les conseils d'administration réaffirment leur

---

p 238.

[1161] Ronald J. Daniels, « Must Boards Go Overboard? An Economic Analysis of the Effects of Burgeoning Statutory Liability on the Role of Directors in Corporate Governance » (1994) 24 *Canadian Business Law Journal* 229 à la p 238 ; Jeffrey G. Macintosh, « Institutional Shareholders and Corporate Governance in Canada » (1996) 26 *Canadian Business Law Journal* 145 à la p 153 ; Benjamin Alarie, « Executive Compensation and Tax Policy: Lessons for Canada from the Experience of the United States in the 1990s » (2003) 61 *University of Toronto Faculty of Law Review* 41 à la p 47.

[1162] Thierry Dorval, *Governance of Publicly Listed Corporations*, LexisNexis Canada, Toronto, 2005 à la p 77.

[1163] Morten Huse et Violina P. Rindova, « Stakeholders' Expectations of Board Roles: The Case of Subsidiary Boards » (2001) 5 *Journal of Management and Governance* 153 à la p 156.

[1164] Stéphane Rousseau, « Le droit des sociétés cotées, 15 ans après la loi Sarbanes-Oxley : quel rôle pour les Autorités canadiennes en valeurs mobilières en matière de gouvernance ? » dans Services de la formation continue du Barreau du Québec, Développements récents en droit des affaires, vol 435, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2017, 43, EYB2017DEV2529.

[1165] Gérard Charreaux, « Conseil d'administration et pouvoir dans l'entreprise » dans Gérard Charreaux, dir, *Le gouvernement d'entreprise*, Paris, Economica, 1997, 141 à la p 154 et s ; Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 à la p 326.

pouvoir disciplinaire sur leurs agents[1166]. De même, le taux de renouvellement et la baisse de la durée en fonction seraient un indicateur d'une indépendance substantielle des membres du conseil d'administration[1167]. Entre 1992 et 2005, une étude a révélé que le taux de renouvellement des dirigeants était de 14,9 % avec une durée en fonction de sept années pour ensuite passer à partir de 1998 à 16,5 % avec une durée en poste de six années[1168]. Si les données récoltées démontrent une tendance à la hausse du « turnover » des dirigeants par rapport aux décennies 70 à 90[1169], des données récentes attestent d'une stabilisation du taux de renouvellement ces dernières années. Selon les données collectées par le cabinet d'audit PricewaterhouseCoopers, le taux de renouvellement des dirigeants en Amérique du Nord entre 2011 et 2016 oscille entre 13,2 % et 14,2 %[1170]. En outre, la durée moyenne au poste de dirigeant s'est allongée puisqu'elle était de 8,7 années entre 2001 et 2014[1171].

Nos développements précédents sur le rôle de la structure du régime de rémunération pour aligner la conduite du dirigeant à l'intérêt des actionnaires ont souligné l'importance que le conseil doit accorder aux incitatifs financiers et non financiers pour motiver et guider le dirigeant[1172]. Il s'agit là d'un pouvoir qui constitue le second levier d'action à la disposition du conseil[1173]. En effet, il est de la responsabilité du conseil de mettre en place un régime de

---

[1166] Megan Wischmeier Shaner, « Officer Accountability » (2016) 32 *Georgia State University Law Review* 357 à la p 364.

[1167] Marcel Kahan et Edward Rock, « Embattled CEOs » (2010) 88 *Texas Law Review* 987 à la p 1031.

[1168] Steven N. Kaplan et Bernadette A. Minton, « Has the CEO Turnover Changed? Increasingly Performance Sensitive Boards and Increasingly Uneasy CEOs » (2006), en ligne : National Bureau of Economic Research <www.nber.org/papers/w12465> [données sur la période 1992-2005] à la p 2.

[1169] Steven N. Kaplan et Bernadette A. Minton, « Has the CEO Turnover Changed? Increasingly Performance Sensitive Boards and Increasingly Uneasy CEOs » (2006), en ligne : National Bureau of Economic Research <www.nber.org/papers/w12465> [données sur la période 1992-2005] à la p 3 ; Mark R. Huson, Robert Parrino et Laura T. Starks, « Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective » (2001) 56 *The Journal of Finance* 2265 [données sur la période 1971-1994].

[1170] *2016 CEO Success study* (2016), en ligne : PricewaterhouseCoopers <https://www.strategyand.pwc.com/ceosuccess#nav>.

[1171] Jason D. Schloetzer, Matteo Tonello et Melissa Aguilar, *CEO Succession Practices: 2015 Edition* (avril 2015), en ligne : The Conference Board <https://www.conference-board.org/publications/publicationdetail.cfm?publicationid=2935&centerId=5>.

[1172] Voir *supra* chapitre 4 : bien que le régime de rémunération du dirigeant s'appuie sur une logique incitative financière, nous pensons que la prise en compte de la performance financière ne permet pas à elle seule de rendre compte de l'ensemble des considérations qui poussent le dirigeant à agir. D'autres éléments de type cognitifs et psychologiques doivent être considérés afin de garantir l'efficacité du régime de rémunération du dirigeant.

[1173] Art 2175 CcQ ; art 116(2) LSA ; Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd,

rémunération incitative pour maximiser la valeur financière de la firme[1174]. En cas de mauvaise performance ou de désaccord avec la stratégie du dirigeant, le conseil d'administration peut décider de révoquer le dirigeant pour le remplacer par un candidat plus compétent. Dès lors, les administrateurs sont responsables du processus par lequel le dirigeant est embauché, promu, évalué et révoqué[1175]. Parfois jugé comme étant un organe trop passif[1176], le conseil d'administration joue pourtant un rôle primordial lorsqu'il s'agit de révoquer le dirigeant en raison de sa performance ou lorsque ses agissements ne permettent plus le maintien de la confiance et de la loyauté qui fondent la relation de coopération qui l'unit à la société[1177]. Par conséquent, la décision de recruter ou de licencier est de la plus haute importance. Comme a pu le rappeler Richard Vancil, elle revêt un enjeu stratégique : « most executives know that the choice of the company's chief executive officer is the most important decision the board of directors and the outgoing CEO will make—the decision that determines the future course and the health of the company »[1178]. Les fonctions d'orientation stratégique, de supervision, de surveillance et de bonne gouvernance, tout comme les leviers d'actions dont il dispose, permettent d'endiguer l'opportunisme et de réduire les conflits d'agence[1179].

Paragraphe 2. — Les prérequis à un contrôle effectif

Afin d'opérer un contrôle et une surveillance adéquate du dirigeant, le conseil d'administration doit satisfaire plusieurs prérequis. La mise en place d'un contrôle effectif exige

---

Montréal, Thémis, 2011 à la p 326.

[1174] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 aux pp 309–310 ; Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Separation of Ownership and Control » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 301.

[1175] Lalitha Naveen, « Organizational Complexity and Succession Planning » (2006) 41 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 661 à la p 662.

[1176] Myles L. Mace, *Directors: Myth and Reality*, Boston, Harvard Business School Press, 1971 aux pp 73, 76–77, 80 ; Jay W. Lorsch, *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Boston, Harvard Business School Press, 1989 à la p 98.

[1177] Paul W. MacAvoy et Ira M. Millstein, « The Active Board of Directors and Its Effect on the Performance of the Large Publicly Traded Corporation » (1999) 11 *Journal of Applied Corporate Finance* 8.

[1178] Richard E. Vancil, *Passing the Baton: Managing the Process of CEO Succession*, Cambridge, Harvard University Press, 1987 à la p 27 ; Ada Demb et F.-Friedrich Neubauer, *The Corporate Board: Confronting the Paradoxes*, New York, Oxford University Press, 1992 à la p 82.

[1179] Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, *Analyse économique du droit*, 2e éd, Dalloz, Paris, 2008 à la p 513.

que les administrateurs disposent d'incitatifs suffisants pour réaliser leurs tâches et qu'ils ne soient pas en situation de conflits d'intérêts ou sous l'influence du dirigeant[1180]. Ainsi, plusieurs mesures permettent de juger de l'effectivité du contrôle opéré par le conseil d'administration[1181]. Les nombreuses recherches menées ont cherché à établir les conséquences des caractéristiques du conseil d'administration en termes d'exécution de sa fonction et de performance de l'entreprise[1182].

Tout d'abord, la structure du conseil d'administration a une incidence sur la qualité du contrôle qu'il opère. Pour limiter l'emprise du dirigeant sur les administrateurs de la société, il est recommandé de séparer les fonctions de président et de chef de la direction[1183]. D'une part, le président du conseil a pour mandat d'organiser, de diriger les travaux du conseil et de superviser le processus d'embauche, de licenciement, d'évaluation et de rémunération du chef de la direction et, d'autre part, le dirigeant est chargé de la gestion quotidienne des affaires de la société. Dès lors, le non-cumul des fonctions de président et de chef de la direction permet d'éviter une situation de conflit d'intérêts qui pourrait nuire au fonctionnement de la société et à la mission de contrôle du conseil d'administration[1184]. Plusieurs études empiriques menées aux États-Unis ont étudié les effets de la séparation ou du cumul des fonctions[1185]. La plupart des résultats empiriques corroborent l'hypothèse que la séparation des fonctions de président et

---

[1180] Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Separation of Ownership and Control » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 301 aux pp 313–317.

[1181] Brian K. Boyd, « Board Control and CEO Compensation » (1994) 15 *Strategic Management Journal* 335 aux pp 338–339 ; Kathleen M. Eisenhardt, « Agency Theory: An Assessment And Review » (1989) 14 *The Academy of Management Review* 57 à la p 65 (« Operationally, the richness of board information can be measured in terms of characteristics such as frequency of board meetings, number of board subcommittees, number of board members with long tenure, number of board members with managerial and industry experience, and number of board members representing specific ownership groups »).

[1182] Renée Adams, Benjamin E. Hermalin et Michael S. Weisbach, « The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey » (2010) 48 *Journal of Economic Literature* 58 à la p 81.

[1183] Michael C. Jensen, « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems » (1993) 48 *The Journal of Finance* 831 à la p 865.

[1184] Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, *Analyse économique du droit*, 2e éd, Dalloz, Paris, 2008 à la p 519.

[1185] Paula L. Rechner et Dan R. Dalton, « CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis » (1991) 12 *Strategic Management Journal* 155 ; Lynn Pi et Stephen G. Timme, « Corporate Control and Bank Efficiency » (1993) 17 *Journal of Banking and Finance* 515 ; B. Ram Baliga, R. Charles Moyer et Ramesh S. Rao, « CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss? » (1996) 17 *Strategic Management Journal* 41.

de chef de la direction améliore la performance de la société[1186]. En effet, comme ont pu le rappeler les professeurs Fama et Jensen, tout arrangement institutionnel qui opère une séparation entre les fonctions de contrôle et de direction dans la société permet une diminution des coûts d'agence[1187]. L'efficacité du contrôle du conseil d'administration réside dans la séparation entre les fonctions de président et de chef de la direction :

> An effective system for decision control implies, almost by definition, that the control (ratification and monitoring) of decisions is to some extent separate from the management (initiation and implementation) of decisions. Individual decision agents can be involved in the management of some decisions and the control of others, but separation means that an individual agent does not exercise exclusive management and control rights over the same decisions[1188].

Ils ajoutent ensuite que « the board is not an effective device for decision control unless it limits the decision discretion of individual top manager »[1189], ce qui implique que le cumul des deux fonctions est contraire à la séparation des fonctions de contrôle et de direction dans la société. Michael Jensen a d'ailleurs confirmé cette recommandation de la séparation des fonctions lors de son discours du président à l'*American Economic Association* en 1993 :

> The function of the chairman is to run board meetings and oversee the process of hiring, firing, evaluating, and compensating the CEO. Clearly the CEO cannot perform this function apart from his or her personal interest. Without the direction of an independent leader, it is much more difficult for the board to perform its critical function. Therefore, for the board to be effective, it is important to separate the CEO and Chairman positions. The independent chairman should, at a minimum, be given the rights to initiate board appointments, board committee assignments, and (joint with the CEO) the setting of the board's agenda[1190].

D'autres études ont également démontré qu'en cas de cumul des fonctions, le dirigeant

---

[1186] James A. Brickley, Jeffrey L. Coles et Gregg Jarrell, « Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board » (1997) 3 *Journal of Corporate Finance* 189 aux pp 190–191.

[1187] Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Separation of Ownership and Control » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 301 aux pp 307–311.

[1188] Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Separation of Ownership and Control » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 301 à la p 304.

[1189] Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Separation of Ownership and Control » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 301 à la p 314.

[1190] Michael C. Jensen, « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems » (1993) 48 *The Journal of Finance* 831 à la p 866.

de la société était moins susceptible d'être remplacé en cas de mauvaise performance de l'entreprise[1191]. L'absence de séparation tend à renforcer la domination du dirigeant sur le conseil et sur la prise de décision au sein de l'entreprise[1192]. Ainsi, la situation où le dirigeant de la société occupe également le poste de président du conseil peut illustrer une stratégie d'enracinement du dirigeant. En remplissant ces deux fonctions, le dirigeant accroît son pouvoir et son espace discrétionnaires, notamment en matière de rémunération, de sécurité d'emploi, de liberté d'action ou d'avantages en nature. De même, le dirigeant sera en mesure de paralyser les mécanismes de contrôle et de rendre son remplacement coûteux en maintenant la spécificité de son capital humain et l'asymétrie d'information avec les administrateurs[1193]. Il convient de noter qu'il y a des situations où le cumul des fonctions provient d'un procédé de succession naturelle entre l'ancien et le nouveau dirigeant[1194]. D'ailleurs, le cumul des fonctions peut également constituer une récompense pour le dirigeant performant. Dans ce cas, le pouvoir issu du cumul des deux fonctions, résultat de la bonne performance du dirigeant, peut bénéficier à la société.

Cependant, la recommandation de non-cumul des fonctions n'est pas exempte de conséquences négatives. D'une part, un problème de surveillance peut surgir lorsque le président du conseil d'administration n'est pas membre de l'équipe de direction. Le conseil doit alors déployer des ressources pour s'assurer qu'il remplit ses fonctions et n'abuse pas de son pouvoir. D'autre part, le conseil doit faire en sorte que la relation entre le chef de la direction et le président soit fonctionnelle. Enfin, le président du conseil sera nécessairement moins bien informé que le dirigeant, ce qui peut compliquer le rôle consultatif du conseil et les interactions entre les administrateurs[1195]. Par conséquent, selon le contexte de la société, il est possible que

---

[1191] Vidhan K. Goyal et Chul W. Park, « Board Leadership Structure and CEO Turnover » (2002) 8 *Journal of Corporate Finance* 49.

[1192] Renée B. Adams, Heitor Almeida et Daniel Ferreira, « Powerful CEOs and their Impact on Corporate Performance » (2005) 18 *The Review of Financial Studies* 1403.

[1193] Hervé Alexandre et Mathieu Paquerot, « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants » (2000) 3 *Finance Contrôle Stratégie* 5 à la p 9.

[1194] James A. Brickley, Jeffrey L. Coles et Gregg Jarrell, « Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board » (1997) 3 *Journal of Corporate Finance* 189 aux pp 194–195 ; J. Benjamin Forbes et James E. Piercy, *Corporate Mobility and Paths to the Top Studies for Human Resource and Development Specialists*, New York, Quorum Books, 1991 à la p 184.

[1195] Stephen M. Bainbridge, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, New York, Oxford University Press, 2012 à la p 107.

la séparation des fonctions ne soit pas la situation la plus favorable. En effet, il semble que le cumul des fonctions puisse s'avérer avantageux en termes de performance lorsque la personne qui les exerce se comporte plus à la manière d'un intendant qu'à la manière d'un agent[1196].

Ensuite, la taille et la composition du conseil d'administration affectent l'incitation des administrateurs et jouent un rôle déterminant dans l'effectivité du conseil[1197]. La majorité des études menées démontrent qu'un conseil d'administration à taille limitée contribue à l'amélioration de la performance de l'entreprise[1198]. Par nature, les comportements des administrateurs qui siègent dans des conseils d'administration tendraient à être dysfonctionnels, au motif que l'accroissement du nombre d'administrateurs empêche la mise en place d'un dialogue constructif[1199]. De plus, le caractère trop général des discussions tenues tout comme la faible critique des stratégies de la direction risquent de s'accroître avec le nombre d'administrateurs. Plus le nombre de membres au sein du conseil est élevé, plus il est à craindre des problèmes d'information et de coordination[1200]. Un nombre limité d'administrateurs au sein du conseil permet une prise de décision plus rapide, favorise le débat sur la performance managériale et limite les biais à l'encontre de la prise de risque[1201]. Une taille limitée du conseil permet la mise en place d'une culture favorable à des discussions franches et à la formulation

---

[1196] Lex Donaldson et James H. Davis, « Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns » (1991) 16 *Australian Journal of Management* 49 ; voir *supra* le chapitre 4, section 2 pour un exposé complet sur la différence de rôle entre l'agent et l'intendant.

[1197] Charu G. Raheja, « Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards » (2005) 40 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 283 à la p 284.

[1198] Georges Kriyoss Mfouapon et Jules Roger Feudjo, « Les déterminants de l'efficacité du conseil d'administration (CA) : une exploration à partir des caractéristiques du Président du CA » (2015) 106 *Recherches en Sciences de Gestion* 25 à la p 28.

[1199] Martin Lipton et Jay W. Lorsch, « A Modest Proposal for Improved Corporate Governance » (1992) 48 *The Business Lawyer* 59 aux pp 64–65, 67–68. À l'inverse d'autres études soutiennent qu'un nombre élevé d'administrateurs permet une meilleure surveillance Robert A. G. Monks et Nell Minow, *Corporate Governance*, 5e éd, Chichester, John Wiley & Sons, 2011 aux pp 251 et s ; April Klein, « Economic Determinants of Audit Committee Independence » (2002) 77 *The Accounting Review* 435 à la p 438 (l'auteur explique qu'un conseil d'administration de taille limité restreint le nombre d'administrateur indépendants qui siègeront sur les comités d'audit et de rémunération).

[1200] Ivan Dale Steiner, *Group Processes and Productivity*, New York, Academic Press, 1972 ; J. Richard Hackman, *Groups that Work (and those that Don't): Creating Conditions for Effective Teamwork*, San Francisco, Jossey-Bass, 1990.

[1201] David Yermack, « Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors » (1996) 40 *Journal of Financial Economics* 185 à la p 186.

de critiques de la part des administrateurs[1202]. En matière de rémunération, un nombre restreint d'administrateurs réduit potentiellement l'influence du dirigeant sur le conseil d'administration[1203]. Par conséquent, nous pensons qu'un conseil de petite taille est plus à même de mettre en œuvre une politique de rémunération incitative étroitement liée à la performance de l'entreprise. Un tel régime sera d'ailleurs plus en adéquation avec les préférences des actionnaires, par exemple la mise en place de stratégies risquées plus profitables auxquelles les dirigeants peuvent être réfractaires. Autrement dit, le niveau de rémunération du dirigeant est en substance fonction de la manière dont le conseil exerce sa mission de contrôle et de surveillance.

Enfin, le dernier déterminant de l'efficacité du conseil d'administration est son indépendance et celle de ses administrateurs. L'indépendance du conseil est ainsi présentée comme le mécanisme approprié pour lui redonner toute sa légitimité face à un actionnariat dispersé, ou à l'influence et au contrôle d'actionnaires majoritaires[1204]. Puisque le conseil est chargé de défendre les intérêts des actionnaires, il semble que les administrateurs externes soient mieux placés pour faire front à l'influence de l'équipe dirigeante et à celle d'actionnaires dominants[1205]. À ce titre, nous retiendrons les propos du professeur Eugene Fama qui écrivait en 1980 que :

> The probability of [top management colluding and expropriating shareholder wealth] might be lowered, and the viability of the board as a market-induced mechanism for low-cost internal transfer of control might be enhanced, by the inclusion of outside directors. The latter might best be regarded as professional referees whose task is to stimulate and

---

[1202] Michael C. Jensen, « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems » (1993) 48 *The Journal of Finance* 831 aux pp 863, 865 ; Neslihan Ozkan, « Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies » (2007) 17 *Journal of Multinational Financial Management* 349 aux pp 352–353 (on notera également le constat de l'auteur qui relève que, contrairement à la situation américaine ou canadienne, les administrateurs des sociétés anglaises se sont pas soumis à des devoirs fiduciaires. Toujours selon l'auteur, cette distinction serait explicative de la tendance des conseils d'administration britanniques à favoriser la dimension consultative du conseil plus que la dimension disciplinaire).

[1203] Charles W. L. Hill et Phillip Phan, « CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay » (1991) 34 *The Academy of Management Journal* 707 aux pp 708, 715.

[1204] Thierry Dorval, *Governance of Publicly Listed Corporations*, LexisNexis Canada, Toronto, 2005 à la p 8.

[1205] Andrew Kakabadse et Nada Kakabadse, *The Geopolitics of Governance. The Impact of Contrasting Philosophies*, New York, Palgrave, 2001 à la p 18 ; Robert A. G. Monks et Nell Minow, *Watching the Watchers: Corporate Goverance for the 21st Century*, Cambridge, Blackwell Publishers, 1996 à la p 193 et s.

oversee the competition among the firm's top managers[1206].

Par conséquent, un conseil d'administration composé, en tout ou partie, d'administrateurs internes tend à annihiler sa capacité de contrôle et à accroître la domination du dirigeant [1207]. De même, il semble que les conseils d'administration composés majoritairement par des administrateurs externes soient plus enclins à écarter les dirigeants au regard de leur performance financière[1208]. Il semble également que la supériorité du contrôle opéré des administrateurs externes soit encouragée par leur volonté de développer leur réputation et leur expertise. Pour la plupart, les administrateurs externes occupent des postes à responsabilité dans d'autres sociétés, ce qui les rend d'autant plus légitimes, notamment car ils font l'objet d'une discipline par le marché du travail pour leurs services[1209].

Malgré les exigences relatives à l'indépendance des administrateurs, la revue de littérature ne nous a pas permis d'établir une corrélation entre l'indépendance des membres du conseil et l'effectivité du conseil dans l'exercice de ses fonctions. De même, toute relation de causalité entre l'indépendance des administrateurs et la performance financière de la société est difficile à démontrer. Les résultats des données empiriques sur la relation entre l'indépendance des administrateurs et la performance financière de la firme avancent des résultats contradictoires[1210]. Si certaines études révèlent une corrélation positive[1211], d'autres font état

---

[1206] Eugene F. Fama, « Agency Problems and the Theory of the Firm » (1980) *88 The Journal of Political Economy* 288 aux pp 293–294 ; Michael H. Schellenger, David D. Wood et Ahmad Tashakori, « Board Of Director Composition, Shareholder Wealth, And Dividend Policy » (1989) 15 *Journal of Management* 457 à la p 458.

[1207] Clayton P. Alderfer, « The Invisible Director on Corporate Boards » (1986) 64 *Harvard Business Review* 38 aux pp 44–46, 50 ; Randolph P. Beatty et Edward J. Zajac, « Managerial Incentives, Monitoring, and Risk Bearing: A Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings » (1994) 39 *Administrative Science Quarterly* 313 à la p 318.

[1208] Michael S. Weisbach, « Outside directors and CEO turnover » (1988) 20 *Journal of Financial Economics* 431 à la p 432 (l'auteur affirme également que les administrateurs internes disposent de meilleures informations sur la société et sont, par conséquent, plus à même de conseiller adéquatement le dirigeant).

[1209] Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Separation of Ownership and Control » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 301 à la p 315.

[1210] Robert W. Rutledge, Khondkar E. Karim et Siyu Lu, « The Effects of Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: Evidence from the NASDAQ-100 Index with Controls for Endogeneity » (2016) 18 *Journal of Applied Business and Economics* 49 aux pp 51–52.

[1211] Catherine M. Daily et Dan R. Dalton, « Board of Directors Leadership and Structure: Control and Performance Implications » (1993) 17 *Entrepreneurship: Theory & Practice* 65 ; Marcia Millon Cornett, Alan J. Marcus et Hassan Tehranian, « Corporate Governance and Pay-for-Performance: The Impact of Earnings Management » (2008) 87 *Journal of Financial Economics* 357 ; Duc Hong Vo et Tri Minh Nguyen, « The Impact of Corporate

d'une corrélation négative[1212] ou neutre[1213]. Dans le meilleur des cas, les données disponibles illustrent une relation faible entre l'indépendance des administrateurs et la performance de la firme[1214].

Selon nous, il convient de prêter une attention particulière à la manière dont est envisagée l'indépendance des administrateurs. Traditionnellement, l'indépendance des membres du conseil d'administration est appréciée au regard de critères formels facilement identifiables[1215]. Dans une décision *Sandys v Pincus*[1216], du 5 décembre 2016, la Cour suprême du Delaware a considéré que le contexte et l'ensemble des faits doivent être appréhendés pour juger de l'indépendance d'un administrateur[1217]. Dans cette affaire, le juge a estimé que la relation entre l'administrateur et l'actionnaire de contrôle témoignait de rapports personnels et amicaux d'une

---

Governance on Firm Performance: Empirical Study in Vietnam » (2014) 6 *International Journal of Economics and Finance* 1 ; Panya Issarawornrawanich, « The Association between Board of Directors' Characteristics and Firm Performance: Empirical Evidence from Emerging Market of Thailand » (2015) 17 *The Journal of Applied Business and Economics* 54.

[1212] Sanjai Bhagat et Bernard Black, « The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance » (2002) 27 *The Journal of Corporation Law* 231 ; Sanjai Bhagat et Bernard Black, « The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance » (1999) 54 *Business Lawyer* 921 ; Anup Agrawal et Charles R. Knoeber, « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders » (1996) 31 *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 377 ; Georgeta Vintila, Radu Alin Paunescu et Stefan Cristian Gherghina, « Does Corporate Governance Influences Corporate Financial Performance? Empirical Evidences for the Companies Listed on US Markets » (2015) *International Business Research* 27 à la p 43.

[1213] Sanjai Bhagat et Brian Bolton, « Director Ownership, Governance, and Performance » (2013) 48 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 105 ; Sherif S. Elbarrad, « Corporate Governance Disclosure in Annual Financial Reports and Company Performance—Evidence from Saudi Arabia » (2014) 7 *International Business Research* 51.

[1214] Michelle L. Zorn, Christine Shropshire, John A. Martin, James G. Combs et David J. Ketchen, « Home Alone: The Effects of Lone-Insider Boards on CEO Pay, Financial Misconduct, and Firm Performance » (2017) 18 *Strategic Management Journal*, DOI : <10.1002/smj.2661> ; Dan R. Dalton, Michael A. Hitt, S. Trevis Certo et Catherine M. Dalton, « The Fundamental Agency Problem and Its Mitigation » (2007) *Academy of Management Annals* 1 ; Jerilyn W. Coles, Victoria B. McWilliams et Nilanjan Sen, « An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance » (2001) 27 *Journal of Management* 23 ; Allen Kaufman et Ernie Englander, « A Team Production Model of Corporate Governance » (2005) 19 *The Academy of Management Executive* 9 ; Chamu Sundaramurthy, Dawna L. Rhoades et Paula L. Rechner, « A Meta-analysis of the Effects of Executive and Institutional Ownership on Firm Performance » (2005) 17 *Journal of Managerial Issues* 494.

[1215] Yvan Allaire et François Dauphin, « Petite révolution pour l'indépendance des administrateurs » (19 janvier 2017), *Les Affaires* (blogue), en ligne : <www.lesaffaires.com/blogues/yvan-allaire/lindependance-des-administrateurs--la-cour-supreme-du-delaware-change-la-donne/592829>.

[1216] *Sandys v Pincus*, 152 A (3d) 124 (Del 2016).

[1217] *Sandys v Pincus*, 152 A (3d) 124 aux pp 124, 128 (Del 2016).

nature telle à rendre toute conduite indépendante possible[1218]. Sans remettre en cause les bienfaits de l'indépendance des administrateurs, cette décision souligne l'importance qui doit être accordée au contexte de la relation visée. Cependant, pour une partie de la littérature, la véritable indépendance correspond à une indépendance d'esprit de l'administrateur[1219]. Dès lors, les difficultés liées à l'évaluation de cette indépendance d'esprit pourraient justifier l'incapacité à établir une corrélation entre les exigences réglementaires d'indépendance et la performance financière de la société[1220]. Ce n'est qu'à la condition d'une indépendance à la fois formelle et d'esprit que l'exigence d'indépendance peut être jugée légitime et crédible[1221]. Nous sommes de l'avis que cette indépendance formelle et d'esprit renforcera la légitimité de la mission de supervision du conseil d'administration. En effet, la mission de surveillance du dirigeant et de son équipe ne peut être légitimement exercée qu'à la condition que ceux qui en ont la charge soient libres de tout conflit d'intérêts, indépendants de toute influence managériale et actionnariale et soient en mesure de faire valoir librement leurs opinions[1222]. À ce titre, le développement de nouveaux standards mériterait réflexion. Par exemple, on pourrait envisager des critères relatifs à l'absence de liens préexistants entre les membres, à l'évaluation réciproque de l'indépendance qu'ils manifestent ou encore à la possibilité de chacun d'exprimer leurs craintes lorsqu'ils estiment que l'indépendance d'autres membres est compromise[1223]. En l'état des choses, il semble qu'une structure du conseil d'administration avec une majorité d'administrateurs indépendants offre des résultats mitigés et peu probants en matière de

---

[1218] *Sandys v Pincus*, 152 A (3d) 124 à la p 125 (Del 2016).

[1219] Richard Leblanc, « Director Independence, Competency, and Behavior » dans Richard Leblanc, dir, *The Handbook of Board Governance: A Comprehensive Guide for Public, Private, and Not-for-Profit Board Members*, Hoboken, John Wiley and Sons, 2016, 161 à la p 163.

[1220] Richard Leblanc, « Director Independence, Competency, and Behavior » dans Richard Leblanc, dir, *The Handbook of Board Governance: A Comprehensive Guide for Public, Private, and Not-for-Profit Board Members*, Hoboken, John Wiley and Sons, 2016, 161 aux pp 163–164.

[1221] Yvan Allaire, *L'indépendance des administrateurs : un enjeu de légitimité* (septembre 2008), en ligne : Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques <http://igopp.org/wp-content/uploads/2014/04/IGOPP-_PP_3_-_Independance_des_administrateurs-_VF_-3.pdf > à la p 11.

[1222] Thierry Dorval, *Governance of Publicly Listed Corporations*, Toronto, LexisNexis Canada, 2005 à la p 10.

[1223] Richard Leblanc, « Director Independence, Competency, and Behavior » dans Richard Leblanc, dir, *The Handbook of Board Governance: A Comprehensive Guide for Public, Private, and Not-for-Profit Board Members*, Hoboken, John Wiley and Sons, 2016, 161 à la p 168.

rémunération[1224]. Par exemple, une étude a examiné la relation entre la rémunération du dirigeant et certaines caractéristiques des conseils d'administration de 400 sociétés canadiennes. Les résultats de cette étude démontrent que les facteurs qui contribuent à diminuer l'indépendance des administrateurs vis-à-vis du chef de la direction se traduisent par une augmentation de sa rémunération[1225]. Par contre, les données utilisées démontrent que le pourcentage d'administrateurs indépendants n'a pas d'incidence significative sur le montant de la rémunération du dirigeant[1226].

L'absence de lien significatif entre la rémunération du dirigeant et l'indépendance des administrateurs n'enlève rien à la légitimité qu'elle confère au fonctionnement du conseil d'administration comme organe de prise de décision collective. Ainsi, les prérequis à un contrôle effectif du conseil d'administration que nous avons présentés ci-dessus ne peuvent que contribuer au renforcement du rôle cognitif et stratégique du conseil.

Sous-section 2. — La dimension cognitive et stratégique du contrôle

Cette seconde dimension du contrôle est liée au rôle managérial assumé par le conseil d'administration. Elle met l'accent sur les contributions cognitives et stratégiques des administrateurs pour améliorer la prise de décision, le contrôle du dirigeant et la création de valeur.

Paragraphe 1. — La fonction managériale du conseil d'administration

Tout comme pour la fonction de surveillance du conseil d'administration, sa fonction managériale découle de l'approche juridique et réglementaire du conseil d'administration. La

---

[1224] Lixiong Guo et Ronald W. Masulis, « Board Structure and Monitoring: New Evidence from CEO Turnovers » (2015) 28 *Review of Financial Studies* 2770 ; Katherine Guthrie, Jan Sokolowsky et Kam-Ming Wan, « CEO Compensation and Board Structure Revisited » (2012) 67 *The Journal of Finance* 1149 ; Vidhi Chhaochharia et Yaniv Grinstein, « CEO Compensation and Board Structure » (2009) 64 *The Journal of Finance* 231 ; John E. Core, Robert W. Holthausen et David F. Larcker, « Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance » (1999) 51 *Journal of Financial Economics* 371 aux pp 373–374.

[1225] On voit clairement ici le lien avec la théorie du pouvoir managérial (voir également *supra* Chapitre 4).

[1226] Stephen G. Sapp, « The Impact of Corporate Governance on Executive Compensation » (2008) *14 European Financial Management* 710 à la p 740.

fonction managériale implique des administrateurs qu'ils aident à améliorer la réputation de la société, à établir des liens avec l'environnement externe de la firme, et à fournir des avis et des conseils aux dirigeants[1227]. Selon la théorie de la dépendance envers les ressources, le conseil d'administration permet la mobilisation du capital humain (expérience, expertise et réputation) et relationnel (relations de la firme avec son environnement) des administrateurs[1228]. Ainsi, le conseil d'administration présente quatre avantages principaux : la fourniture d'avis et conseils, une légitimité, des canaux d'informations entre la firme et son environnement externe, et l'engagement des partenaires[1229]. Ces quatre avantages permettent au conseil d'assurer un fonctionnement efficace de la société.

Précédemment, nous avons vu que le recours à des administrateurs externes conférait une légitimité au conseil d'administration. Ainsi, dans un souci de légitimité et de réseautage, le conseil d'administration coopte des administrateurs externes pour renforcer la légitimité de la société dans son environnement et améliorer ses relations avec ses parties prenantes[1230]. En d'autres mots, les administrateurs remplissent un rôle essentiel d'interface avec les ressources critiques de la société. En effet, leurs réseaux tout comme leurs personnalités peuvent contribuer à régler les problèmes liés à certaines ressources[1231]. Le conseil d'administration devient ainsi un organe d'arbitrage des différents partenaires de la société afin d'y limiter sa vulnérabilité[1232].

[1227] Shaker A. Zahra et John A. Pearce, « Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model » (1989) 15 *Journal of Management* 291 à la p 292 ; Humphry Hung, « A Typology of the Theories of the Roles of Governing Boards », (1998) 6 *Corporate Governance: An International Review* 101.

[1228] Amy J. Hillman et Thomas Dalziel, « Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives » (2003) 28 *Academy of Management Review* 383.

[1229] Jeffrey Pfeffer et Gerald Salancik, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Stanford, Stanford University Press, 2003 à la p 145 ; Amy J. Hillman et Thomas Dalziel, « Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives » (2003) 28 *Academy of Management Review* 383 aux pp 385–386.

[1230] Jeffrey Pfeffer et Gerald Salancik, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Stanford, Stanford University Press, 2003 aux pp 169, 271 ; Jonathan L. Johnson, Catherine M. Daily et Alan E. Ellstrand, « Boards of Directors: A Review and Research Agenda » (1996) 22 *Journal of Management* 409 à la p 421 ; John A. Pearce, et Shaker A. Zahra, « Board Composition from a Strategic Contingency Perspective » (1992) 29 *Journal of Management Studies* 411 à la p 415.

[1231] Jeffrey Pfeffer, « Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment » (1972) 17 *Administrative Science Quarterly* 218 aux pp 219–220, 222.

[1232] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 à la p 327.

Plusieurs justifications peuvent être invoquées pour justifier la mise en place de liens avec l'environnement de la société[1233]. D'abord, établir des relations avec d'autres partenaires peut permettre de garantir les approvisionnements ou les financements de l'entreprise. Par exemple, pour assurer la stabilité financière de la société, le conseil d'administration peut inclure un membre dirigeant d'une institution financière, au risque d'accroître cependant sa dépendance décisionnelle à l'égard de ce dernier[1234]. Ensuite, le jeu des relations permet une gestion de l'incertitude environnementale[1235]. De plus, ces liens assurent une meilleure coordination et coopération en garantissant l'échange de connaissances et d'informations. Puisque le bon fonctionnement de la société dépend des ressources auxquelles elle a accès, si elle n'en dispose pas alors elle va chercher d'autres partenaires avec lesquels elle va pouvoir négocier, coopérer, fusionner et s'allier[1236]. À l'égard des stratégies qui peuvent être mises en place par le conseil, on parle également de contractualisation, de cooptation et de coalition[1237]. En agissant de la sorte, le conseil et ses administrateurs jouent avant tout un rôle relationnel[1238]. Par conséquent, en vertu de la théorie de la dépendance envers les ressources, le conseil d'administration joue un rôle stratégique défensif dans la gestion des ressources critiques de la société. Cette capacité du conseil à contrôler les ressources est donc essentielle à la création de valeur.

Puisque la mission stratégique du conseil permet aux administrateurs d'influencer la prise de décision au sein de l'entreprise, leurs caractéristiques individuelles deviennent un aspect fondamental dans le fonctionnement du conseil d'administration. Effectivement, les administrateurs sont en mesure d'évaluer et de choisir les alternatives stratégiques proposées par le dirigeant. Ce faisant, ils doivent faire part de leurs suggestions afin d'améliorer la qualité

[1233] Gérard Charreaux, « Le point sur… les réseaux d'administrateurs et de dirigeants » (2003) 66 *Revue Banque & Marchés* 59 à la p 61.

[1234] Ronald S. Burt, *Corporate Profits and Cooptation: Networks of Market Constraints and Directorate Ties in the American Economy*, New York, Academic Press, 1983.

[1235] James R. Lang et Daniel E. Lockhart, « Increased Environmental Uncertainty and Changes in Board Linkage Patterns » (1990) 33 *The Academy of Management Journal* 106 à la p 107.

[1236] Gérard Charreaux et Jean-Pierre Pitol, *Le conseil d'administration*, Paris, Vuibert, 1990 à la p 35.

[1237] Lynne L. Dallas, « Two Models of Corporate Governance: Beyond Berle & Means » (1988) 22 *University of Michigan Journal of Law Reform* 19 à la p 92.

[1238] Lynne L. Dallas, « The Relational Board: Three Theories of Corporate Boards of Directors » (1996) 22 *The Journal of Corporation Law* 1 à la p 11 et s.

des décisions stratégiques prises. Dans cette perspective, un conseil d'administration responsable et efficace doit exiger de l'équipe de direction qu'elle mette en place une stratégie d'entreprise unique et durable, validée régulièrement, et utilisée comme référent pour les autres décisions du conseil. Le conseil doit aussi faire part de ses impressions quant aux risques associés avec la mise en œuvre de la stratégie sélectionnée[1239]. Autrement dit, le rôle du conseil d'administration n'est pas de décider de la stratégie de la société, mais plutôt de mettre en place le contexte dans lequel elle va s'inscrire[1240]. Ainsi, au travers de procédés d'évaluation, de vérification des propositions stratégiques, d'avis et de conseils pour les modifier, le conseil guide l'équipe dirigeante sur la bonne voie. Ces rôles dévolus aux administrateurs sont essentiels pour façonner l'espace discrétionnaire des dirigeants et constituent des mécanismes stratégiques pour l'entreprise. Tout d'abord, le conseil d'administration est l'ultime juge de ce qui doit constituer l'objectif à poursuivre. Ensuite, par une analyse sélective des propositions, tout en maintenant un climat de confiance à l'égard des dirigeants, le conseil contribue à encadrer et à motiver l'esprit d'entreprise et l'innovation. Enfin, l'instauration d'un débat critique autour des choix stratégiques confère au conseil une réelle aptitude à impulser le changement dans l'organisation et à guider les comportements de ses membres[1241].

Le rôle stratégique du conseil d'administration est la fonction qui sépare le travail du conseil du travail effectué par les dirigeants[1242]. Dès lors, le conseil devient un organe proactif. En effet, il va être impliqué dans des décisions relatives aux affaires de la société, il va en définir la mission et la vision, il va identifier les risques et les opportunités d'affaires, ainsi que les forces et les faiblesses des choix stratégiques[1243]. Par exemple, la mission stratégique du conseil

---

[1239] Kenneth R. Andrews, « Director's Responsibility for Corporate Strategy » (1980) 58 *Harvard Business Review* 30 à la p 30 ; Ada Demb et F.-Friedrich Neubauer, *The Corporate Board: Confronting the Paradoxes*, New York, Oxford University Press, 1992 à la p 73 et s.

[1240] David Larker et Brian Tayan, *Corporate Governance Matters: A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences*, 2 éd, Old Tappan, Paul Bogger, 2016 à la p 151.

[1241] Philip Stiles et Bernard Taylor, *Boards at Work: How Directors View their Roles and Responsibilities*, New York, Oxford University Press, 2001 aux pp 31–32.

[1242] Frederick G. Hilmer, « The Functions of the Board: A Performance-Based View » (1994) 2 *Corporate Governance: An International Review* 170 à la p 172.

[1243] John A. Pearce et Shaker A. Zahra, « The Relative Power of CEOs and Boards of Directors Associations with Corporate Performance » (1991) 12 *Strategic Management Journal* 135 aux pp 137–138.

est particulièrement importante lorsqu'elle vise des décisions d'ampleur, comme l'acquisition ou une offre publique d'achat[1244]. Toutefois, dans l'exercice de son rôle stratégique, le conseil d'administration ne doit pas empiéter sur les rôles dévolus aux administrateurs et aux dirigeants au risque de faire naître un climat de mésententes et de tension[1245]. Il importe donc de préserver un partage clairement défini des rôles respectifs de chacun.

La fourniture de services par les administrateurs est une ressource précieuse pour le dirigeant qui souhaite assumer une bonne gestion de la société[1246]. Nous pensons que plus on s'éloigne de l'hypothèse d'une gestion du dirigeant orientée par la maximisation de son utilité personnelle, plus il est légitime de concevoir une gestion qui fait appel aux ressources cognitives des administrateurs. On prolonge ainsi la fonction stratégique du conseil d'administration envers les ressources critiques de la société à une fonction stratégique à l'égard des ressources cognitives apportées par les administrateurs. Comme nous l'avons précédemment démontré, la complexité du comportement du dirigeant ne peut pas simplement être appréhendée sous l'angle de l'opportunisme. En effet, nous avons détaillé que la motivation du dirigeant ne pouvait se limiter aux incitatifs présentés par la théorie de l'agence, mais qu'elle requérait le recours à des facteurs de motivation issus de la théorie de l'intendance[1247]. Par ailleurs, à cela s'ajoutent les limites cognitives et les biais qui affectent tout processus de prise de décision individuelle. Dans un environnement incertain et instable, le dirigeant ne dispose pas des capacités, des connaissances et des informations qui lui permettent d'envisager toutes les éventualités qui se présentent à lui[1248]. Cette rationalité limitée fait état des limites cognitives de l'agent et de

---

[1244] Barry D. Baysinger et Henry N. Butler, « Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition » (1985) 1 *Journal of Law, Economics, and Organization* 101 à la p 108 ; Shaker A. Zahra et John A. Pearce, « Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model » (1989) 15 *Journal of Management* 291 à la p 302 ; Rita D. Kosnik, « Greenmail: A Study of Board Performance in Corporate Governance » (1987) 32 *Administrative Science Quarterly* 163 aux pp 168–169.

[1245] Thomas Clarke, International Corporate Governance – A Comparative Approach, London, Routledge, 2007 aux pp 65–66.

[1246] Jill E. Fisch, « Taking Boards Seriously » (1997) 19 *Cordozo Law Review* 265 aux pp 272, 281,285 ; William Q. Judge, Jr et Carl P. Zeithaml, « Institutional and Strategic Choice Perspectives on Board Involvement in Strategic Decision Process », (1992) 35 *Academy of Management Journal* 766.

[1247] Sur une présentation de la théorie de l'intendance et les facteurs de motivation du dirigeant voir *supra* chapitre 4, section 2 ; lire également James H. Davis, F. David Schoorman et Lex Donaldson, « Toward a Stewardship Theory of Management » (1997) 22 *The Academy of Management Review* 20.

[1248] Sur le concept de rationalité limitée des agents économiques voir *supra* chapitre 3, section 1.

l'absence de conformité dans la pensée et la perception humaine quant aux mêmes informations. Par conséquent, un conseil d'administration efficace ne peut pas être réduit à l'exercice d'une fonction disciplinaire pour contrôler le comportement et les décisions du dirigeant. La fonction managériale vient donc compléter la fonction de surveillance du conseil d'administration en permettant de mitiger les conséquences des limites cognitives et des biais comportementaux du dirigeant[1249].

Dans cette perspective, le conseil d'administration devient un mécanisme qui permet de remédier aux limites cognitives du dirigeant dans l'élaboration de ses choix stratégiques. Le capital cognitif des administrateurs mis à la disposition du dirigeant peut contribuer à la mise en place de stratégies de création de valeur pour la société et ses actionnaires. Le conseil d'administration n'est pas seulement un organe de contrôle qui permet de limiter les conséquences négatives des asymétries d'information, mais également un répertoire de connaissances[1250]. Dès lors, l'efficacité du conseil dépend non seulement de sa fonction de surveillance, mais également de sa capacité à mettre au service du dirigeant ses ressources cognitives. Un conseil efficace doit donc être composé de membres compétents qui aident à améliorer la prise de décision des dirigeants[1251]. Les expériences, les compétences et les points de vue respectifs nourrissent ainsi les débats dans l'enceinte du conseil[1252]. Le dirigeant et les administrateurs bénéficient de la mise en commun de ces ressources. Ainsi, l'affirmation du rôle cognitif du conseil renforce la nécessité d'interactions entre les membres tout comme la mise

---

[1249] Donald C. Langevoort, « The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms, and the Unintended Consequences of Independence and Accountability » (2001) 89 *Georgetown Law Journal* 797 à la p 803 ; Donald C. Langevoort, « Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms) » (1997) 146 *University of Pennsylvania Law Review* 101 aux pp 108, 133.

[1250] Martin Fransman, « Information, Knowledge Vision and Theories of the Firm » (1994) 3 *Industrial and Corporate Change* 713 à la p 715 ; Geoffrey M. Hodgson, « Competence and Contract in the Theory of the Firm » (1998) 35 *Journal of Economic Behavior and Organization* 179 à la p 180 ; Harold Demsetz, « The Theory of the Firm Revisited » (1988) 4 *Journal of Law, Economics and Organization* 141 à la p 157 et s.

[1251] Richard Leblanc, « Director Independence, Competency, and Behavior » dans Richard Leblanc, dir, *The Handbook of Board Governance: A Comprehensive Guide for Public, Private, and Not-for-Profit Board Members*, Hoboken, John Wiley and Sons, 2016, 161 aux pp 162–163.

[1252] Alessandro Minichilli, Alessandro Zattoni et Fabio Zona, « Making Boards Effective: An Empirical Examination of Board Task Performance » (2009) 20 *British Journal of Management* 55 à la p 57 ; Stephen M. Bainbridge, *Corporations Law and Economics*, New York, Foundation Press, 2002 à la p 210.

en place d'un ensemble de connaissances propres à l'organisation[1253].

Le conseil d'administration comme instrument pour contrer les biais des dirigeants requiert une composition différente de celle proposée par la perspective disciplinaire de la gouvernance. À l'opposé d'un conseil d'administration composé d'administrateurs indépendants, la perspective cognitive et stratégique souligne l'efficacité d'une composition mixte entre administrateurs internes et administrateurs externes [1254]. D'un côté, les administrateurs internes sont plus rigoureux quand ils agissent comme contrôleur et conseiller puisqu'ils subissent directement les effets de la stratégie adoptée par le dirigeant. Leur présence au conseil permet de compenser les biais des administrateurs externes qui n'ont pas le même degré de compréhension du fonctionnement de l'entreprise [1255]. D'un autre côté, une surreprésentation d'administrateurs externes accroît l'importance accordée à la fonction de surveillance du conseil au détriment de son rôle managérial. Les dirigeants peuvent ainsi être poussés à adopter des conduites conservatrices en termes de stratégie et de partage de l'information, et être moins enclins à solliciter l'expertise du conseil. Une majorité d'administrateurs indépendants peut aussi détériorer la relation de confiance entre le dirigeant et le conseil[1256]. De plus, l'indépendance des administrateurs a un effet limité sur le contrôle exercé sur le dirigeant. Effectivement, même les administrateurs indépendants éprouvent un sentiment de loyauté à l'égard de la personne dépositaire de l'autorité, ce qui les empêche de réellement contester le contenu des décisions prises par le dirigeant[1257]. L'efficacité du conseil d'administration comme organe collégial dépend donc d'une composition équilibrée entre

---

[1253] William Lazonick et Mary O'Sullivan, *Corporate Governance and the Innovative Economy: Policy Implications*, R-03: STEP Group, Report ISSN 0804-8185, Oslo, 1998, en ligne : <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/227332/STEPrapport3-1998.pdf?sequence=1&isAllowed=y>, à la p 3.

[1254] Violina P. Rindova, « What Corporate Boards have to do with Strategy: A Cognitive Perspective » (1999) 36 *Journal of Management Studies* 953 à la p 958 et s.

[1255] Robert C. Clark, *Corporate Law*, Boston, Little, Brown and Co, 1986 aux pp 108–109.

[1256] Ranjay Gulati et James Westphal, « Cooperative or Controlling? The Effects of CEO-Board Relations and the Contents of Interlocks on the Formation of Joint Ventures » (1999) 44 *Administrative Science* 473 à la p 477.

[1257] Stanley Milgram, *Obedience to Authority: An Experimental View*, New York, Harper and Row, 1974 aux pp 145–146 ; Randall Morck, « Behavioral Finance in Corporate Governance—Independent Directors and Non-Executive Chairs » (11 avril 2007), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=979880> aux pp 21–24.

administrateurs internes et externes[1258].

La dimension managériale, tout comme ses implications cognitives et comportementales, remet en cause la pertinence de certaines mesures issues de la perspective disciplinaire, notamment en matière de rémunération[1259]. Par exemple, la logique incitative en matière de rémunération contribue au renforcement d'un biais de surconfiance chez le dirigeant et de biais émotionnels chez certaines parties prenantes[1260]. En effet, l'octroi de montants élevés de rémunération au dirigeant peut représenter la reconnaissance et la validation de ses talents, renforçant de fait sa surconfiance[1261]. Dès lors, la prise en compte de cette conduite biaisée du dirigeant peut devenir le paramètre privilégié à l'élaboration d'un régime de rémunération incitative[1262]. De même, la présence de nombreux garde-fous au sein de l'entreprise a une conséquence équivalente puisqu'ils laissent penser au dirigeant qu'il est protégé contre toute erreur décisionnelle[1263].

Ultimement, la fonction de surveillance et la fonction managériale du conseil d'administration permettent respectivement d'améliorer l'efficience décisionnelle liée à l'asymétrie d'information, à l'opportunisme, et aux défaillances du marché, et l'efficience d'origine comportementale, en tenant compte des biais cognitifs et émotionnels[1264].

[1258] Donald C. Langevoort, « The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms, and the Unintended Consequences of Independence and Accountability » (2001) 89 *Georgetown Law Journal* 797 à la p 816.

[1259] Troy A. Paredes, « Too Much Pay, Too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, CEOS, and Corporate Governance Corporate Decisionmaking » (2005) 32 *Florida State University Law Review* 673.

[1260] Gérard Charreaux, « Pour une gouvernance d'entreprise "comportementale". Une réflexion exploratoire... » (2005) 157 *Revue française de gestion* 215 à la p 228.

[1261] Troy A. Paredes, « Too Much Pay, Too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, CEOs, and Corporate Governance Corporate Decisionmaking » (2005) 32 *Florida State University Law Review* 673 à la p 714 et s.

[1262] Mark Humphery-Jenner, Ling Lei Lisic, Vikram Nanda et Sabatino Dino Silveri, « Executive Overconfidence and Compensation Structure » (2016) 119 *Journal of Financial Economics* 533.

[1263] Troy A. Paredes, « Too Much Pay, Too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, CEOS, and Corporate Governance Corporate Decisionmaking » (2005) 32 *Florida State University Law Review* 673 aux pp 721 et s ; Troy A. Paredes, « Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation » (2003) 81 *Washington University Law Quarterly* 417 (une argumentation similaire en matière de divulgation d'information souligne l'accentuation de biais cognitifs et comportementaux des dirigeants et administrateurs).

[1264] Gérard Charreaux, « Pour une gouvernance d'entreprise "comportementale". Une réflexion exploratoire... » (2005) 157 *Revue française de gestion* 215 à la p 217 ; James D. Cox et Harry L. Munsinger, « Bias in the Boardroom: Psychological Foundations and Legal Implications of Corporate Cohesion » (1985) 48 *Law and Contemporary Problems* 83 à la p 91 et s.

Paragraphe 2. — L'efficacité du comité de rémunération

Nous le savons, l'approche dominante pour l'étude de la rémunération des dirigeants repose sur le modèle de l'agence. Le régime de rémunération a donc pour fonction d'aligner des intérêts de l'agent avec ceux des actionnaires en limitant les occurrences de comportements opportunistes[1265]. Dans cette perspective, le conseil d'administration a pour fonction de mettre en place un régime de rémunération optimal pour un alignement effectif des intérêts en question. Dès lors, les administrateurs, qui représentent les intérêts des actionnaires, doivent mettre en place un contrat de rémunération lié à la performance de la société. Toute perte d'indépendance des administrateurs, liée à l'influence managériale, est ainsi perçue comme un problème d'agence. Le conseil, tout comme le comité de rémunération, joue donc un rôle essentiel dans l'élaboration et la mise en œuvre du contrat de rémunération. À cela s'ajoute la perspective managériale selon laquelle le dirigeant exerce une influence considérable sur le conseil et le comité en influençant, par divers moyens, la prise de décision relative à sa rémunération[1266]. Puisque les membres du comité de rémunération sont des administrateurs, ils peuvent ultimement cristalliser les mêmes critiques précédemment adressées aux membres du conseil[1267]. Ainsi, le manque d'indépendance, la soumission au dirigeant, le sentiment de reconnaissance et de réciprocité sont autant de comportements qui affectent l'efficacité du comité de rémunération et l'optimalité du contrat de rémunération.

Toutefois, comme nous l'avons mentionné plus haut, les nombreuses études empiriques relatives à la composition du conseil d'administration n'offrent pas de résultats très probants quant aux différentes prédictions de la théorie de l'agence. D'une part, certaines études démontrent qu'un contrôle rigoureux par le conseil d'administration entraîne une diminution

---

[1265] Kevin J. Murphy, « Executive Compensation » dans Orley Ashenfelter et David Card, dir, *Handbook of Labor Economics*, vol 3, Elsevier, 1999, 2485 aux pp 2485–2563.

[1266] *969625 Ontario Ltd v Goldstone Resources Inc*, 2017 ONSC 879 (CanLII) au para 111 et 113 (pour une situation où il a été jugé qu'une augmentation salariale du dirigeant de la société reflète clairement l'influence du P.-D.G. sur le conseil d'administration ainsi que sur le comité de rémunération et l'absence totale de supervision [« rubber stamping »] de ce dernier sur le processus de rémunération) (par le juge A. Duncan Grace).

[1267] Jeffrey N. Gordon, « Executive Compensation: If There's A Problem, What's the Remedy? The Case for "Compensation Discussion and Analysis" » (2004) 30 *The Journal of Corporation Law* 675 aux pp 677, 693–694.

globale de la rémunération[1268]. D'autres études établissent une corrélation positive entre la part d'actionnaires externes et la performance de la société[1269]. De même, la dualité des rôles de dirigeant de la société et de président du conseil d'administration constitue un des critères de l'évaluation de l'indépendance du conseil d'administration. Ainsi, lorsque les fonctions sont exercées par une même personne, le conseil d'administration est réputé être moins indépendant et démontre une hausse de la rémunération[1270]. Par exemple, le cumul des fonctions tend à rendre le maintien en poste du dirigeant moins sensible aux variations de performance[1271]. Par conséquent, les résultats contradictoires tendent à corroborer l'idée que la théorie de l'agence n'a qu'un potentiel explicatif très faible quant à l'impact de la composition du conseil d'administration sur la performance de la société[1272]. D'autre part, de nombreuses études réfutent le bien-fondé des arguments avancés en faveur de l'indépendance des administrateurs et de ses implications sur le régime de rémunération[1273]. En effet, certains chercheurs

---

[1268] Anup Agrawal et Charles R. Knoeber, « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders » (1996) 31 *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 377 ; Brian K. Boyd, « Board Control and CEO Compensation » (1994) 15 *Strategic Management Journal* 335 ; John W. Byrd et Kent A. Hickman, « Do Outside Directors Monitor Managers? » (1992) 32 *Journal of Financial Economics* 195 ; Martin J. Conyon et Simon I. Peck, « Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation » (1998) 41 *The Academy of Management Journal* 146 ; John E. Core, Robert W. Holthausen, David F. Larcker, « Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance » (1999) 51 *Journal of Financial Economics* 371 ; Paul Gompers, Joy Ishii et Andrew Metrick, « Corporate Governance and Equity Prices » (2003) 118 *Quarterly Journal of Economics* 107 ; Henry L. Tosi, Jr et Luis R. Gomez-Mejia, « CEO Compensation Monitoring and Firm Performance » (1994) 37 *The Academy of Management Journal* 1002.

[1269] Scott W. Barnhart, M. Wayne Marr et Stuart Rosenstein, « Firm Performance and Board Composition: Some New Evidence » (2001) 15 *Managerial and Decision Economics* 329 ; Marianne Bertrand et Sendhil Mullainathan, « Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are » (2001) 16 *Quarterly Journal of Economics* 901 ; John E. Core, Robert W. Holthausen et David F. Larcker, « Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance » (1999) 51 *Journal of Financial Economics* 371 ; Richard M. Cyert, Sok-Hyon Kang et Praveen Kumar, « Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence » (2002) 48 *Management Science* 453 ; Lawrence G. Goldberg et Todd L. Idson, « Executive Compensation and Agency Effects » (1995) 30 *The Financial Review* 313 ; Martin J. Conyon et Lerong He, « Compensation Committees and CEO Compensation Incentives in U.S. Entrepreneurial Firms » (2004) 16 *Journal of Management Accounting Research* 35 ; Steve Werner, Henry Tosi et Luis Gomez-Mejia, « Organizational Governance and Employee Pay: How Ownership Structure Affects the Firm's Compensation Strategy » (2005) 26 *Strategic Management Journal* 377.

[1270] Pour plus de détails sur le cumul et/ou la séparation des fonctions voir *supra* chapitre 5, section 1.

[1271] Vidhan K. Goyal et Chul W. Park, « Board Leadership Structure and CEO Turnover » (2002) 8 *Journal of Corporate Finance* 49.

[1272] Dan R. Dalton, Catherine M. Daily, Alan E. Ellstrand et Jonathan L. Johnson, « Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance » (1998) 19 *Strategic Management Journal* 269 à la p 278.

[1273] Catherine M. Daily, Jonathan L. Johnson, Alan E. Ellstrand et Dan R. Dalton, « Compensation Committee

considèrent qu'il n'est pas nécessaire d'exiger plus qu'une majorité d'administrateurs indépendants puisqu'au-delà de ce seuil il n'y a pas de relation significative entre la gestion des résultats et l'indépendance de l'ensemble des membres du comité de rémunération[1274]. En outre, l'implication du dirigeant au sein du conseil d'administration peut contribuer positivement à la performance de la société[1275]. De fait, l'entretien de liens étroits entre le dirigeant et le conseil accroît plus la fonction cognitive du conseil, en facilitant l'échange d'avis et conseils, qu'elle n'amoindrit l'indépendance de ses membres[1276].

L'indépendance des membres du conseil d'administration et du comité de rémunération vient renforcer l'idée que la vision actionnariale sera mieux protégée et défendue lorsque les administrateurs n'exercent pas d'autres fonctions au sein de la société. En pratique, l'indépendance est le signe d'une bonne gouvernance, d'un meilleur respect des droits des actionnaires et d'une meilleure performance des sociétés[1277]. Elle demeure ainsi l'indicateur de mesure privilégié pour apprécier l'effectivité du comité de rémunération[1278]. Cependant, d'autres caractéristiques structurelles jouent un rôle capital dans l'élaboration d'un régime de rémunération effectif, notamment la présence d'administrateurs croisés et de membres élus par les minoritaires[1279]. Par ailleurs, le fait que des administrateurs internes siègent au sein du comité

Composition as a Determinant of CEO Compensation » (1998) 41 *The Academy of Management Journal* 209 à la p 215 ; Ronald C. Anderson et John M. Bizjak, « An Empirical Examination of the Role of the CEO and the Compensation Committee in Structuring Executive Pay » (2003) 27 *Journal of Banking and Finance* 1323 à la p 1346 ; Harry A. Newman et Haim A. Mozes, « Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices? » (1999) 28 *Financial Management* 41 à la p 50.

[1274] April Klein, « Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management » (2002) 33 *Journal of Accounting and Economics* 375 à la p 398.

[1275] William T. Callahan, James A. Millar et Craig Schulman, « An Analysis of the Effect of Management Participation in Director Selection on the Long-Term Performance of the Firm » (2003) 9 *Journal of Corporate Finance* 169 à la p 180.

[1276] James D. Westphal, « Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO-Board Social Ties » (1999) 42 *The Academy of Management Journal* 7 aux pp 17–18.

[1277] Lucian Bebchuk et Alma Cohen, « The Costs of Entrenched Boards » (2005) 78 *Journal of Financial Economics* 409 aux pp 430–431 ; Lawrence D. Brown et Marcus L. Caylor, « Corporate Governance and Firm Performance », (7 décembre 2004), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=586423> à la p 2.

[1278] Sharon Kay Lee, William Bosworth et Franklin Kudo, « Compensation Committees: Independence and Firm Performance » (2016) 42 *Managerial Finance* 23 aux pp 25, 27 ; Fabio Zona, « Agency Models in Different Stages of CEO Tenure: The Effects of Stock Options and Board Independence on R&D Investment » (2016) 45 *Research Policy* 560.

[1279] Simona Catuogno, Claudia Arena et Riccardo Viganò, « Compensation Committee Quality and Effective

ne compromet pas nécessairement l'élaboration d'un régime de rémunération optimal[1280]. Qui plus est aux États-Unis, tout en satisfaisant aux exigences d'indépendance, de nombreux conseils d'administration tendent à maintenir des administrateurs avec une certaine ancienneté afin de conserver les avantages liés à leur bonne connaissance de l'entreprise et à leur investissement social et professionnel dans l'entreprise[1281].

La prise de décision relative à la rémunération n'est pas le seul jeu de comportements intéressés et d'une logique de pouvoir. En effet, la crédibilité et l'attractivité du dirigeant sont loin de reposer uniquement sur des caractéristiques objectives détachées de sa personne. On ne peut donc pas réduire le processus décisionnel à cela, notamment parce que cela impliquerait d'ignorer une dimension psychologique qui préside à tout processus de prise de décision collective. C'est dire que d'une certaine manière, le capital social et humain du dirigeant va jouer un rôle, plus ou moins significatif, dans la perception que vont s'en faire les administrateurs, notamment lorsqu'ils mettront sur pied son régime de rémunération. Compte tenu de l'enjeu que représente cette décision, il importe qu'elle soit le résultat d'un bon fonctionnement du conseil d'administration et du comité de rémunération. Tout processus décisionnel efficient doit ainsi reposer sur :

> The quality of the individuals who become directors and their ability to get the work of the board done as a group. The insight that boards are groups, and hence that such group processes as conflict, teamwork, and comprehensiveness are critical determinants of board effectiveness, opens up a new tack on how to improve board effectiveness. Rather than simple counts of insiders and outsiders, a focus on board process suggests that the nature of the interactions among board members influences their effectiveness in fulfilling the key roles of advice and counsel for, and monitoring of, CEOs[1282].

Executive Remuneration » (2016) 11 *International Journal of Business and Management* 118 aux pp 119–120.

[1280] Ronald C. Anderson et John M. Bizjak, « An Empirical Examination of the Role of the CEO and the Compensation Committee in Structuring Executive Pay » (2003) 27 *Journal of Banking and Finance* 1323 aux pp 1325–1326 ; Martin J. Conyon et Simon I. Peck, « Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation » (1998) 41 *The Academy of Management Journal* 146 à la p 154 ; Dan R. Dalton, Catherine M. Daily, Alan E. Ellstrand et Jonathan L. Johnson, « Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance » (1998) 19 *Strategic Management Journal* 269 à la p 215.

[1281] Yaron Nili, « The "New Insiders": Rethinking Independent Directors' Tenure » (2016) 68 *Hasting Law Journal* 97 aux pp 101–132.

[1282] Sydney Finkelstein et Ann C. Mooney, « Not the Usual Suspects: How to Use Board Process to Make Boards Better » (2003) 17 *The Academy of Management Executive* 101 à la p 103.

Il doit donc être porté une attention particulière à la composition du comité de rémunération puisqu'elle conditionne l'effectivité du processus décisionnel. Autrement dit, l'expérience et les caractéristiques des administrateurs conditionnent l'effectivité de leur travail d'équipe. Le fonctionnement du comité de rémunération repose largement sur des processus sociopsychologiques, notamment ceux liés à la participation au groupe, à l'interaction, à l'échange d'information et à la discussion critique[1283]. On ne peut nier l'importance de l'environnement humain des administrateurs, aussi bien dans une dimension individuelle que collective. Dès lors, les émotions, les sentiments, les engagements et les styles de relations interpersonnelles peuvent être des facteurs importants et influents dans le fonctionnement du comité[1284]. Il nous semble donc essentiel que les administrateurs qui se réunissent au sein du comité de rémunération aient pour démarche d'aborder leurs interrogations, de discuter de leurs idées, d'assurer que chacun soit entendu afin d'obtenir un véritable consensus sur la décision.

De prime abord, le conflit est perçu négativement, mais l'institutionnalisation du conflit peut s'avérer productive. Ainsi, certains auteurs suggèrent d'exploiter les conflits en faisant assumer, tour à tour, à un membre du comité le rôle de le révéler, obligeant de fait le groupe à les résoudre[1285]. La mise en place d'une dynamique collective autour de conflits constructifs peut s'avérer être une source d'efficience du processus décisionnel puisque les biais et les comportements des administrateurs auront pu s'exprimer et être pris en compte[1286]. Sans véritable culture du conflit au sein du comité, la probabilité qu'un administrateur endosse ce rôle est très réduite, notamment par crainte d'apparaître comme le fauteur de troubles. Par conséquent, en l'absence d'une valorisation expresse de la critique et du conflit, les

---

[1283] Daniel P. Forbes et Frances J. Milliken, « Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups » (1999) 24 *The Academy of Management Review* 489 à la p 492 ; Richard J. Butler, « Innovations in Organizations: Appropriateness of Perspectives From Small Group Studies for Strategy Formulation » (1981) 34 *Human Relations* 763 aux pp 775–776 ; Susan E. Jackson, « Consequences of Group Composition for the Interpersonal Dynamics of Strategic Issue Processing » dans J. Dutton, Anne S. Huff et Paul Shrivastava, dir, *Advances in Strategic Management*, vol 8, Greenwich, JAI Press, 345 aux pp 354–355.

[1284] José Luis Alvarez et Silviya Svejenova, *Sharing Executive Power: Roles and Relationships at the Top*, Cambridge, Cambridge University Press, 2005 aux pp 59–60.

[1285] Patrick Lencioni, *The Five Dysfunctions of a Team: A Leadership Fable*, San Francisco, Jossey-Bass, 2002 à la p 204.

[1286] Sydney Finkelstein et Ann C. Mooney, « Not the Usual Suspects: How to Use Board Process to Make Boards Better » (2003) 17 *The Academy of Management Executive* 101 à la p 104.

administrateurs tendront à se censurer et à s'aligner avec l'opinion dominante quand bien même elle ne refléterait pas pour eux la meilleure solution[1287]. Par exemple, des recherches menées dans des entreprises du secteur des nouvelles technologies ont démontré la pertinence des conflits constructifs, notamment en ce qu'ils permettent d'adopter rapidement de bonnes décisions. Les auteurs émettent quelques recommandations afin d'en faciliter la mise en place : une équipe composée de membres différents (expérience, âge, genre) ; encourager des perspectives différentes ; assurer un processus consensuel équitable et juste ; mettre l'accent sur la prise de décision basée sur des faits ; multiplier les alternatives à considérer ; et user de techniques variées afin de maintenir l'esprit du groupe, sa compréhension et sa créativité[1288]. La formulation de perspectives et d'alternatives différentes améliore la qualité de la prise de décision relative à la rémunération, car sans retour d'expérience les erreurs tendent à persister et à s'aggraver[1289]. Le comité de rémunération joue un rôle crucial dans la mise en place et la promotion de cette culture. Les membres qui y siègent doivent avoir à cœur de favoriser des valeurs d'ouverture, d'indépendance, de participation, de dissidence et d'encourager l'expression de leurs opinions au travers de questionnements et d'avis, quand bien même elles leur sembleraient impopulaires[1290].

Cependant, les administrateurs ne sont pas les seuls intervenants en matière de rémunération. En effet, il est devenu de pratique courante de recourir aux services de conseillers en rémunération qui permettent l'apport d'une expertise et d'une expérience spécifique[1291]. L'ampleur de cette démarche n'est pas exempte de conséquences sur les pratiques de rémunération. Concrètement, le recours à une telle personne, agissant au titre de consultant,

---

[1287] Carol Hymowitz, « Corporate Governance (A Special Report)—What's Your Solution? », *The Wall Street Journal* (24 février 2003), R8 tel que cité dans Glenn Rioux, « Governance by Boards and Audit Committees » dans Sabri Boubaker et Duc Khuong Nguyen, dir, *Board Directors and Corporate Social Responsibility*, New York, Palgrave Macmillan, 2012, 39 à la p 51.

[1288] Kathleen M. Eisenhardt, Jean L. Kahwajy et L. J. Bourgeois III, « How Management Teams Can Have a Good Fight » (1997) 75 *Harvard Business Review* 77 à la p 78.

[1289] Elizabeth Wolfe Morrison et Frances J. Milliken, « Organizational Silence: A Barrier to Change and Development in a Pluralistic World » (2000) 25 *The Academy of Management Review* 706 à la p 719 et s.

[1290] David A. Nadler, Beverly A. Behan et Mark B. Nadler, *Building Better Boards: A Blueprint for Effective Governance*, San Francisco, Jossey-Bass, 2005 à la p 276.

[1291] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 au para 825 citant la décision *Blair c Consolidated Enfield Corp*, [1995] 4 RCS 5.

produit deux effets significatifs en matière de rémunération : des niveaux de rémunération plus élevés dans les entreprises qui y font appel et une plus grande dépendance de la rémunération au capital-actions[1292]. Similairement, le bon fonctionnement du comité de rémunération peut être entravé par le recours à des conseillers en rémunération. En effet, leur statut d'expert leur confère un certain pouvoir sur les administrateurs et peut contribuer à amoindrir leurs contributions à la prise de décision en matière de rémunération[1293]. L'expertise attribue à son détenteur un pouvoir qui peut sembler plus légitime et annihiler le travail d'équipe du comité de rémunération. Par ailleurs, certains administrateurs peuvent également être des personnes renommées dans le milieu des affaires ou de la vie publique. Les autres membres du comité peuvent donc être réticents à les questionner de peur d'apparaître ignorants, d'où l'importance de mettre en place une réelle culture du débat[1294]. Par ailleurs, l'expertise reconnue du conseiller en rémunération peut affecter la relation entre le conseil d'administration et le comité de rémunération. En effet, le conseil d'administration peut être tenté de s'appuyer sur la décision prise par le comité au motif qu'il est présidé par un expert. Ainsi, la compétence et l'expertise du comité peuvent accentuer la passivité du conseil d'administration sur la question de la rémunération des dirigeants[1295].

Il y a donc un équilibre à trouver entre le conflit et la coopération afin d'assurer que tous les administrateurs, en conseil et en comité, apportent leurs contributions à la matière. En effet, la délégation de la prise de décision en matière de rémunération au comité n'implique pas que le conseil doive exclusivement s'en remettre à lui[1296]. La Cour supérieure de justice de l'Ontario dans sa décision *UPM-Kymmene Corp v UPM-Kymmene Miramichi Inc* a jugé que l'adoption

---

[1292] Martin J. Conyon, Simon I. Peck et Graham V. Sadler, « Compensation Consultants and Executive Pay: Evidence from the United States and the United Kingdom » (2009) 23 *Academy of Management Perspectives* 43.

[1293] Glen Rioux, « Governance by Boards and Audit Committees » dans Sabri Boubaker et Duc Khuong Nguyen, dir, *Board Directors and Corporate Social Responsibility*, New York, Palgrave MacMillan, 2012, 39 à la p 48.

[1294] David A. Nadler, Beverly A. Behan et Mark B. Nadler, *Building Better Boards: A Blueprint for Effective Governance*, San Francisco, Jossey-Bass, 2005 à la p 111.

[1295] Comme cela a pu être reconnu dans la décision *UPM-Kymmene Corporation v UPM-Kymmene Miramichi Inc*, (2002) 214 DLR (4e) 496 (On SC), conf par (2004) 42 BLR (3e) 34 (On CA) ; voir *infra* section 2 (pour un examen détaillé).

[1296] David A. Nadler, Beverly A. Behan et Mark B. Nadler, *Building Better Boards: A Blueprint for Effective Governance*, San Francisco, Jossey-Bass, 2005 à la p 115.

d'un régime de rémunération était contraire aux meilleurs intérêts de l'entreprise parce que, d'une part, le comité de rémunération avait manqué de prudence, de diligence et d'habileté dans sa prise de décision et, d'autre part, qu'il n'avait pas rempli sa mission de surveillance en se remettant exclusivement à l'opinion du conseiller en rémunération[1297]. Confirmée en appel, la décision a également précisé que le processus du comité de rémunération était entaché de failles écartant le caractère raisonnable de la décision adoptée[1298].

La délégation des pouvoirs du conseil d'administration fait l'objet d'un encadrement, notamment en matière de rémunération, en droit des sociétés par actions[1299]. En effet, le conseil d'administration peut déléguer certains de ses pouvoirs à un comité. Bien que cette délégation présente un certain nombre de limites[1300], seule la législation québécoise traite spécifiquement de la question de la rémunération des dirigeants. En effet, l'article 117 LSA dispose que la fixation de la rémunération des membres de la haute direction est une prérogative du conseil qui ne peut, en vertu de l'article 118(3) LSA, faire l'objet d'une délégation. Il s'agit là d'une importante distinction avec la législation fédérale qui ne contient pas une telle restriction[1301]. Dès lors, en vertu de la législation québecoise la compétence du conseil d'administration en matière de fixation de la rémunération ne peut pas faire l'objet d'une délégation. Soulignons à ce titre que cette disposition n'est pas incompatible avec la recommandation relative à la création d'un comité de rémunération énoncée pour les émetteurs assujettis par le *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance*[1302]. En effet, comme le rappelle Paul Martel le conseil d'administration ne confère en vertu de la législation québecoise qu'un pouvoir de recommandation à ce comité[1303]. Afin d'agir dans le cadre de leurs devoirs et

---

[1297] *UPM-Kymmene Corporation v UPM-Kymmene Miramichi Inc*, (2002) 214 DLR (4e) 496 aux para 127, 130 (On SC), conf par (2004) 42 BLR (3e) 34 (On CA).

[1298] *UPM-Kymmene Corporation v UPM-Kymmene Miramichi Inc*, (2004) 42 BLR (3e) 34 aux para 4, 7 (On CA).

[1299] Arts 115, 121 LCSA ; arts 112 al 2, 116 al 3 LSA.

[1300] Art 115(3) LCSA ; art 118 LSA.

[1301] Québec, Ministère des Finances, *Explications et commentaires aux parlementaires sur le projet de loi sur les sociétés par actions*, par Raymond Bachand, vol 1 Article 1 à 275 (2009), en ligne : <www.finances.gouv.qc.ca/documents/Autres/fr/AUTFR_docreference_2009-12-01_vol-1.pdf> aux pp 285, 287.

[1302] Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques de gouvernance* (17 novembre 2015), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/58-101/2015-11-17/2015nov17-58-101-vofficielle-fr.pdf>.

[1303] Paul Martel, *La société par actions au Québec. Les aspects juridiques*, vol 1, Montréal, Wilson & Lafleur, 2018

de la loi[1304], les administrateurs ont tout intérêt à ne pas s'en remettre exclusivement aux travaux du comité de rémunération au risque d'engager leur responsabilité sur le fondement de leur obligation de prudence et de diligence. Par ailleurs, même si la législation canadienne n'impose pas une telle restriction à la délégation du pouvoir en matière de rémunération[1305], la mission et le rôle du comité sont limités. L'*Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance* recommande la mise en place d'un comité de rémunération composé d'administrateurs indépendants[1306]. Au demeurant, les attributions sont clairement délimitées puisque les ACVM recommandent au comité de rémunération : d'examiner et d'approuver les objectifs de performance de la rémunération ; d'évaluer la performance du dirigeant en fonction de ces objectifs pour fixer le niveau de sa rémunération ; d'émettre des recommandations sur la rémunération incitative et à base d'actions pour les autres membres de la haute direction ; et de vérifier l'ensemble des informations avant divulgation[1307]. Ainsi, du point de vue du fonctionnement, différentes recommandations programmatiques peuvent être formulées afin de garantir l'intégrité et la légitimité du processus décisionnel : la mise en place d'une planification de la prise de décision (un calendrier) ; la diffusion préalable des documents pertinents aux membres ; la supervision et le contrôle continu de la rémunération afin de procéder si nécessaire à des aménagements ; l'examen et l'évaluation de l'indépendance des membres et des conflits d'intérêts ; la communication claire et transparente des informations en matière de rémunération aux actionnaires, etc[1308].

---

au para 25-13.

[1304] Art 122(3) LCSA ; art 120 LSA.

[1305] voir les restrictions énoncées à l'art 115(3) LCSA.

[1306] Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Annexe 58-101A1, Information concernant la gouvernance* du *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance* (17 novembre 2015), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/58-101/2015-11-17/2015nov17-58-101-vofficielle-fr.pdf> art 3.15.

[1307] Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Annexe 58-101A1, Information concernant la gouvernance* du *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance* (17 novembre 2015), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/58-101/2015-11-17/2015nov17-58-101-vofficielle-fr.pdf> art 3.17.

[1308] Steven Hall, Nora McCord et Steven Hall Jr, « The Effective Compensation Committee » dans Richard Leblanc, dir, *The Handbook of Board Governance: A Comprehensive Guide for Public, Private, and Not-for-Profit Board Members*, Hoboken, John Wiley and Sons, 2016, 474 aux pp 486–491 (l'auteur présente un sommaire des différents éléments pertinents à un processus décisionnel effectif et transparent).

Compte tenu du rôle et du statut des conseillers en rémunération, leur encadrement réglementaire est lacunaire. En effet, seule la rubrique 2.4 de l'*Annexe 51-102A6, Déclaration de la rémunération de la haute direction* au *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*[1309] prescrit une divulgation d'information. Dès lors qu'un conseil d'administration a recours à un conseiller en rémunération pour l'élaboration de sa politique de rémunération, un descriptif doit préciser : l'identité et les différents services offerts par le consultant à la société, ses administrateurs et ses dirigeants, à son conseil d'administration et ses comités ; le montant de ses honoraires ventilés en fonction des tâches et des services fournis, aussi bien en matière de rémunération que de services d'autre nature[1310]. On comprend de la rubrique *2.4. Gouvernance de la rémunération* que le descriptif doit permettre de déterminer le degré d'indépendance du conseiller en rémunération, laquelle s'apprécie au regard du *Règlement 51-110 sur le comité d'audit*[1311].

En raison de la place centrale occupée par les conseillers en rémunération dans la mise en place de la politique par les conseils d'administration, nous sommes d'avis que leurs activités soient assujetties à des pratiques exemplaires. Effectivement, bien qu'ils n'en soient pas l'unique cause, ils contribuent largement à la hausse des montants de rémunération. Par exemple, la faible concurrence sur le marché des sociétés de conseil en rémunération contribue au mimétisme dans les politiques et les régimes de rémunération dans les sociétés par actions. Autrement dit, la question se pose de savoir si les consultants permettent le choix d'incitatifs optimaux en matière de rémunération ou alors facilitent l'extraction de rentes et de bénéfices privés par les dirigeants. Dans cet ordre d'idées, les consultants dont l'offre de services ne vise

---

[1309] Autorités canadiennes en valeurs mobilières. *Annexe 51-102A6, Déclaration de la rémunération de la haute direction* au *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* (18 septembre 2008), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/51-102/2015-11-17/2015nov17-51-102-vofficielle-fr.pdf>.

[1310] Autorités canadiennes en valeurs mobilières. *Annexe 51-102A6, Déclaration de la rémunération de la haute direction* au *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* (18 septembre 2008), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/51-102/2015-11-17/2015nov17-51-102-vofficielle-fr.pdf> aux pp 177–178.

[1311] Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Règlement 51-110 sur le comité d'audit* (17 novembre 2015), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/52-110/2015-11-17/2015nov17-52-110-vofficielle-fr.pdf> (Rubrique 1.4. Indépendance) aux pp 5–7.

pas uniquement les questions de rémunération au sein d'une même société sont plus à même d'être placés en situation de conflits d'intérêts[1312].

La dimension cognitive et stratégique du contrôle opéré par le conseil d'administration et le comité de rémunération implique, comme nous l'avons présenté, une série d'ajustements structurels, aussi bien à l'échelon collectif qu'individuel. Par conséquent, le développement d'une culture du débat et le balisage des rôles au sein du conseil d'administration et du comité de rémunération sont primordiaux pour l'élaboration optimale du contrat de rémunération des hauts dirigeants. À défaut, les défaillances internes peuvent entraîner le recours aux tribunaux et ajouter à la potentielle sanction judiciaire une sanction sociale et réputationnelle.

SECTION 2. — LE CONTRÔLE JUDICIAIRE DE LA RÉMUNÉRATION

Le rôle des tribunaux dans le contrôle de la rémunération des dirigeants est mineur et indirect. La mise en cause des régimes de rémunération est extrêmement rare en pratique. Toutefois, les quelques décisions rendues en la matière offrent souvent l'occasion au juge de se prononcer sur la nécessaire exemplarité des processus de détermination de la rémunération des dirigeants de sociétés par actions. Ainsi, le juge peut condamner la manière dont elle a été adoptée ou les agissements néfastes dont elle témoigne.

Sous-section 1. — L'enjeu de la gouvernance judiciaire

Le recours au modèle économique de la théorie de l'agence pour la détermination de la rémunération des dirigeants est déficient et incomplet. D'une part, il surestime l'importance des incitatifs financiers dans la motivation du dirigeant. D'autre part, les données empiriques sont peu concluantes et contradictoires sur le lien entre la rémunération et la performance, tout comme sur l'efficacité des processus de détermination (l'influence managériale, le mimétisme des pratiques avec le recours à des conseillers en rémunération, etc.). Malgré les nombreux garde-fous qui protègent la société et ses actionnaires contre l'opportunisme des dirigeants, il se peut que des régimes de rémunération contraires à l'intérêt de la société soient adoptés. Dans ce

[1312] Jenny Chu, Jonathan Faasse et P. Raghavendra Rau, « Do Compensation Consultants Enable Higher CEO Pay? A Disclosure Rule Change as a Separating Device » (2017) 30 *Management Science* 1.

cas, seul le recours judiciaire permet de sanctionner les mauvaises pratiques.

Paragraphe 1. — La préservation de l'objectif de maximisation de la valeur

Bien que le traitement judiciaire de la rémunération des dirigeants demeure anecdotique, il constitue un mécanisme de gouvernance complémentaire à l'arsenal existant. Quatre conséquences peuvent être identifiées lorsque des poursuites judiciaires ont été engagées à l'encontre des membres de la direction d'une société[1313].

Premièrement, lorsque des poursuites sont engagées à l'égard de la société ou de ses dirigeants la valeur de la société est affectée négativement. Quelle que soit la nature du demandeur à l'action, la société qui fait l'objet de poursuites judiciaires subit statistiquement une perte significative de sa valeur[1314]. Cette perte de valeur qui suit la révélation de poursuite judiciaire augmente la probabilité d'un renouvellement de l'équipe dirigeante et d'une diminution des montants des rémunérations. En effet, la probabilité d'un changement de l'équipe dirigeante est plus élevée lorsque la valeur de l'entreprise a diminué[1315]. De plus, selon toute probabilité, une diminution de la performance de la société et de ses profits peut justifier une diminution du montant total de la rémunération[1316]. La poursuite judiciaire a donc une valeur de nuisance puisque les deux parties ont un intérêt financier en jeu. Cet aspect est d'autant plus renforcé lorsqu'il est peu coûteux pour le demandeur d'engager une poursuite et qu'il est probable qu'il obtienne gain de cause, par jugement ou arrangement à l'amiable, à moins que la société s'engage dans une défense coûteuse. De plus, puisqu'il n'appartient pas aux tribunaux

---

[1313] Obeua S. Persons, « The Effects of Fraud and Lawsuit Revelation on U.S. Executive Turnover and Compensation » (2006) 64 *Journal of Business Ethics* 405 aux pp 406–407.

[1314] Sanjai Bhagat, John Bizjak et Jeffrey L. Coles, « The Shareholder Wealth Implications of Corporate Lawsuits » (1998) 27 *Financial Management* 5 à la p 24.

[1315] Michael C. Jensen et Kevin J. Murphy, « Performance Pay and Top-Management Incentives » (1990) 98 *The Journal of Political Economy* 225 à la p 261 et s ; Giorgio Brunello, Clara Graziano et Bruno M. Parigi, « CEO Turnover in Insider-Dominated Boards: The Italian Case » (2003) 27 *Journal of Banking and Finance* 1027 à la p 1049 ; Mette Lausten, « CEO Turnover, Firm Performance and Corporate Governance: Empirical Evidence on Danish Firms » (2002) 20 *International Journal of Industrial Organization* 391 à la p 395 ; Jerold B. Warner, Ross Watts et Karen H. Wruck, « Stock Prices and Top Management Changes » (1988) 20 *Journal of Financial Economics* 461.

[1316] Richard A. Lambert et David F. Larcker, « An Analysis of the use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts » (1987) 25 *Journal of Accounting Research* 85.

d'apprécier qualitativement les décisions litigieuses, seules les poursuites frivoles seront écartées. À l'inverse, la société défenderesse devra entreprendre des actions qui seront habituellement plus coûteuses que l'action entreprise par le demandeur[1317]. Cependant, au Canada, de nombreux désavantages financiers restreignent la faculté des actionnaires d'engager une action à l'encontre de la société[1318]. À cela s'ajoute la possibilité pour le demandeur qui n'obtient pas gain de cause de se voir contraint à payer une partie des frais judiciaires du défendeur[1319]. Quand bien même il obtiendrait gain de cause, il devra initialement payer les frais de justice puisque les tribunaux sont réticents à ordonner à la société de payer les frais avant le règlement définitif du litige[1320].

Deuxièmement, les poursuites judiciaires tendent à signaler la sous-performance de la société visée. En effet, elles peuvent contribuer à dévoiler aux investisseurs et au public des perspectives défavorables pour l'entreprise[1321]. Ainsi, la publicité autour des faits allégués qui font l'objet de la poursuite judiciaire peut nuire à la valeur de l'entreprise, entraîner une période de détresse financière et accroître les risques de comportements frauduleux[1322].

Troisièmement, la crainte d'une contestation judiciaire d'un régime de rémunération

---

[1317] David Rosenberg et Steven Shavell, « A Model in which Suits are Brought for their Nuisance Value » (1983) 5 *International Review of Law and Economics* 3 aux pp 9–10 ; David Rosenberg et Steven Shavell, « A Solution to the Problem of Nuisance Suits: The Option to Have the Court Bar Settlement » (2006) 26 *International Review of Law and Economics* 42 à la p 43 ; Ted Sichelman, « Why Barring Settlement Bars Legitimate Suits: A Reply to Rosenberg and Shavell » (2008) 18 *Cornell Journal of Law and Public Policy* 57 (pour une nuance de la situation avantageuse du demandeur à l'action) ; Caroline Davidson, « Tort au canadien: A Proposal for Canadian Tort Legislation on Gross Violations of International Human Rights and Humanitarian Law » (2005) 38 *Vanderbilt Journal of Transactional Law* 1403 à la p 1443 (sur la pratique avantageuse des honoraires conditionnels au Canada).

[1318] Ann M. Scarlett, « Imitation or Improvement? The Evolution of Shareholder Derivative Litigation in the United States, United Kingdom, Canada, and Australia » (2011) 28 *Arizona Journal of International and Comparative Law* 570 aux pp 605–606.

[1319] Bernard Black, Brian Cheffins, Martin Gelter et Kim Hwa-Jin, « Legal Liability of Directors and Company Officials Part Two: Court Procedures, Indemnification and Insurance, and Administrative and Criminal Liability (Report to the Russian Securities Agency) » (2008) 1 *Columbia Business Law Review* 1 à la p 14 (sur l'application au Canada de la règle du « loser pays »).

[1320] Brian R. Cheffins et Bernard S. Black, « Outside Director Liability Across Countries » (2006) 84 *Texas Law Review* 1385 à la p 1444.

[1321] Anup Agrawal, Jeffrey F. Jaffe et Jonathan M. Karpoff, « Management Turnover and Governance Changes Following the Revelation of Fraud » (1999) 42 *The Journal of Law and Economics* 309 à la p 310.

[1322] Jonathan M. Karpoff et John R. Lott, Jr, « The Reputational Penalty Firms Bear from Committing Criminal Fraud » (1993) 36 *The Journal of Law and Economics* 757 aux pp 796–797.

adoptée par le conseil d'administration peut mener à la réévaluation du montant ou à un changement de dirigeant. En effet, la perspective d'une poursuite judiciaire à des conséquences sur la performance et la réputation de la société, et peut dès lors pousser les actionnaires à exiger des changements dans la direction de l'entreprise et le régime de rémunération. Cependant, dans les situations où les poursuites sont écartées, l'effet est inverse. En effet, on peut envisager que la société veuille apparaître intransigeante et s'engage dans des négociations serrées afin de parer à de futures poursuites. En établissant de la sorte une telle réputation, la société peut parvenir à dissuader d'autres poursuites[1323]. De plus, le remplacement de certains membres de la direction pendant une action en justice peut être indépendant à cette action. Puisque les sociétés qui font l'objet de poursuites réalisent des profits marginaux moindres que leurs concurrentes, il est tout à fait crédible de soutenir que la décision d'un conseil d'administration de remplacer des dirigeants ne soit due qu'à leur faible performance[1324].

Quatrièmement, la remise en cause judiciaire d'un régime de rémunération permet de révéler les éventuels dysfonctionnements qui ont mené à l'adoption du régime contesté. Afin de prévenir tout risque de poursuites futures, la société est incitée à revoir les processus de détermination de la rémunération de ses dirigeants.

Le contrôle exercé par les tribunaux sur les dirigeants est conforme à la dimension disciplinaire de la gouvernance. D'une part, les sociétés peuvent être amenées à réviser les contrats adoptés en réponse aux poursuites, limitant ainsi l'ampleur des réparations à verser dans le cadre du règlement de l'action en justice. D'autre part, la poursuite judiciaire peut être un substitut aux mécanismes internes de surveillance des dirigeants. Dans cette perspective, la fréquence des poursuites judiciaires à l'encontre de la société devrait être affectée par les caractéristiques de la structure de gouvernance de l'entreprise. A priori, une défaillance des mécanismes de surveillance peut potentiellement accroître le risque de comportements fautifs

---

[1323] Ivan P. L. P'ng, « Strategic Behavior in Suit, Settlement, and Trial » (1983) 14 *The Bell Journal of Economics* 539 aux pp 540, 548.

[1324] Roberta Romano, « The Shareholder Suit: Litigation without Foundation? » (1991) 7 *Journal of Law, Economics, and Organization* 55 à la p 84 ; Randall Morck, Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, « Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis » (1988) 20 *Journal of Financial Economics* 293 à la p 307 et s.

et déclencher, a posteriori, des poursuites afin de remédier à la situation[1325]. La possibilité d'intenter une action en justice peut motiver des changements structurels volontaires afin de réorienter la stratégie de l'entreprise, notamment pour les détenteurs de grands blocs d'actions. De la sorte, l'action judiciaire peut se substituer à la défaillance des mécanismes de surveillance des dirigeants[1326]. Malgré tout, l'efficacité du contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance est mitigée, notamment en raison de la difficulté d'obtenir des données empiriques relatives au nombre d'actes qui violent les devoirs fiduciaires et à la probabilité de leur détection[1327].

Quoi qu'il en soit, le contrôle judiciaire de la rémunération est bénéfique et peut influencer le processus décisionnel[1328]. D'une part, il a une fonction réparatrice puisque dans le cas où un jugement serait rendu, le tribunal peut prendre une ordonnance d'injonction ou d'annulation afin d'écarter un régime de rémunération jugé excessif[1329]. Par ailleurs, le tribunal a également le pouvoir d'imposer des changements dans la structure interne de gouvernance, tels que la modification de la composition du conseil d'administration, des statuts de la société, ou encore en établissant ou modifiant une convention unanime d'actionnaires[1330]. D'autre part, le contrôle judiciaire a une capacité dissuasive. Effectivement, la possibilité d'engager des poursuites à l'égard des dirigeants et des administrateurs peut leur faire craindre diverses conséquences négatives. À ce titre, on mentionnera les cas où leur situation financière est affectée lorsque des dommages et intérêts sont exigés par le tribunal, mais aussi la fragilisation

---

[1325] Roberta Romano, « The Shareholder Suit: Litigation without Foundation? » (1991) 7 *Journal of Law, Economics, and Organization* 55 à la p 56.

[1326] Roberta Romano, « The Shareholder Suit: Litigation without Foundation? » (1991) 7 *Journal of Law, Economics, and Organization* 55 à la p 80.

[1327] Roberta Romano, « Corporate Governance in the Aftermath of the Insurance Crisis » (1990) 39 *Emory Law Journal* 1155 aux pp 1161, 1180, 1183 (sur une mesure de l'effet dissuasif des poursuites judiciaires par une évaluation du cours de l'action) ; Vahan Janjigian et Paul J. Bolster, « The Elimination of Director Liability and Stockholder Returns: An Empirical Investigation » (1990) 13 *The Journal of Financial Research* 53.

[1328] Raymonde Crête, « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance » (2004) 45 *Les Cahiers de droit* 409 aux pp 419, 421 ; Mohamed Khenissi et Peter Wirtz, « Le processus stratégique de détermination de la rémunération des dirigeants : Les enseignements du Cas Vinci » (2015) 18 *Finance Contrôle Stratégie* 1 à la p 11.

[1329] Art 120(8) LCSA ; sur les recours judiciaires : Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 aux pp 645–763.

[1330] Art 241(3) LCSA.

de leur réputation et de leur avenir professionnel. Néanmoins, les situations dans lesquelles les dirigeants et administrateurs sont amenés à supporter personnellement le coût financier imposé par le tribunal sont extrêmement rares[1331]. Cette fonction dissuasive du contrôle judiciaire tient donc principalement au coût réputationnel qu'il peut imposer aux administrateurs et dirigeants condamnés[1332]. Pour que cette contrainte joue pleinement encore faut-il que la condamnation des comportements fasse l'objet d'une publicité et d'une large couverture médiatique[1333]. La valeur de la publicité négative réside dans sa capacité à exposer et ainsi à réguler les agissements indésirables[1334]. Cette publicité est une condition *sine qua non* de l'effectivité de la dissuasion du contrôle judiciaire. À ce propos, Joseph Pulitzer a déclaré que :

> There is not a crime, there is not a dodge, there is not a trick, there is not a swindle, there is not a vice which does not live by secrecy. Get these things out in the open, describe them, attack them, ridicule them in the press, and sooner or later public opinion will sweep them away. Publicity may not be the only thing that is needed, but it is the one thing without which all other agencies will fail[1335].

La mise en cause de la réputation, de la stature et du prestige attachés à la fonction de dirigeant ou d'administrateur peut affecter leurs perspectives d'emploi et de rémunération[1336]. Comme nous l'avons abordé précédemment, la réputation est un élément essentiel de l'aspect psychologique et relationnel du rapport contractuel du dirigeant avec la société[1337]. Ce coût

---

[1331] Bernard Black, Brian Cheffins et Michael Klausner, « Outside Director Liability » (2006) 58 *Stanford Law Review* 1055 aux pp 1063–1064, 1095 et s ; Bernard Black, Brian Cheffins et Michael Klausner, « Outside Director Liability: A Policy Analysis » (2006) 162 *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 5 aux pp 7, 14–15 (au Canada, la réforme du droit des sociétés en 2001 a créé, au profit des dirigeants et administrateurs, une défense sur la diligence raisonnable).

[1332] Priya Cherian Huskins, « Why Are You Buying Side-A D&O Insurance? » (2005) 2 *International Journal of Disclosure and Governance* 196 à la p 203 ; Bernard Black, Brian Cheffins et Michael Klausner, « Outside Director Liability » (2006) 58 *Stanford Law Review* 1055 à la p 1101.

[1333] Raymonde Crête, « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance » (2004) 45 *Les Cahiers de droit* 409 à la p 424.

[1334] Brent Fisse et John Braithwaite, *The Impact of Publicity on Corporate Offenders*, Albany, State University of New York Press, 1983 à la p 1 ; Brent Fisse, « The Use of Publicity as a Criminal Sanction against Business Corporations » (1971) 8 *Melbourne University Law Review* 107 aux pp 110–117.

[1335] Alleyne Ireland, *Joseph Pulitzer: Reminiscences of a Secretary*, New York, M. Kennerly, 1920 à la p 115, reproduit dans David Boulton, *The Grease Machine*, New York, Harper and Row, 1978 à la p 253.

[1336] James D. Cox, « Private Litigation and the Deterrence of Corporate Misconduct » (1997) 60 *Law and Contemporary Problems* 1 à la p 35.

[1337] Voir *supra* chapitre 4, section 2.

social et réputationnel peut peser aussi bien sur la société que sur ses membres[1338]. Les répercussions d'une publicité négative au plan individuel peuvent être résumées ainsi :

> [F]irst, the manager suffers a loss of public—and self-respect, which some research suggests is the most potent deterrent for the middle-class potential offender. Second, adverse publicity substantially reduces the official's chances for promotion within the firm. Competition for advancement is keen within almost all firms, and competitors of the culpable official can be relied upon to use adverse publicity about their rival to their own advantage. […] Finally, disclosure of the identity of the culpable official also invites a derivative suit by which any costs visited on the firm can be shifted (at least in part) to the individual. Here again, private enforcement is desirably integrated with public enforcement through the linking mechanism of disclosure[1339].

Ces conséquences et les coûts qui y seront associés vont également être fonction des agissements et comportements visés. Ainsi, selon que la conduite des membres et de la société fait l'objet de poursuites criminelles ou civiles, les conséquences sur la réputation, la structure de rémunération et les perspectives de carrière n'auront pas la même ampleur. De plus, pour que la publicité négative contraigne efficacement les membres de la société, il importe qu'ils aient eu conscience que leurs agissements étaient inappropriés[1340].

Compte tenu de l'absence de données empiriques disponibles et de contraintes d'observabilité, il est difficile d'apprécier la portée réelle des recours judiciaires comme instrument de gouvernance[1341]. Par ailleurs, l'effet dissuasif des poursuites est fonction des sanctions juridiques et sociales qui sont imposées. Donc les poursuites rejetées par les tribunaux n'entraînent aucune sanction. De plus, un taux élevé de rejet risque de renforcer la croyance selon laquelle les poursuites engagées par les actionnaires sont frivoles, ce qui diminue d'autant

---

[1338] Brent Fisse et John Braithwaite, *Corporations, Crime and Accountability*, New York, Cambridge University Press, 1993 aux pp 33, 139, 140 ; « Developments in the Law: Corporate Crime: Regulating Corporate Behavior Through Criminal Sanctions », Note, (1979) 92 *Harvard Law Review* 1227 aux pp 1227, 1243, 1245.

[1339] John C. Coffee, Jr, « "No Soul to Damn: No Body to Kick": An Unscandalized Inquiry into the Problem of Corporate Punishment » (1981) 79 *Michigan Law Review* 386 à la p 433.

[1340] Peter A. French, « Publicity and the Control of Corporate Conduct: Hester Prynne's New Image » dans John Braithwaite, Brent Fisse et Peter A. French, dir, *Corrigible Corporations and Unruly Law*, San Antonio, Trinity University Press, 1985, 159 à la p 163.

[1341] Bernard Black, Brian Cheffins et Michael Klausner, « Outside Director Liability » (2006) 58 *Stanford Law Review* 1055 ; Bernard Black, Brian Cheffins et Michael Klausner, « Outside Director Liability: A Policy Analysis » (2006) 162 *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 5 ; Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 aux pp 653–659.

plus le poids de la sanction réputationnelle à l'encontre des défendeurs à l'action[1342]. Toutefois, cette conclusion n'a qu'une portée générale et ne saurait être valide pour l'ensemble des recours qui sont engagés par les actionnaires. Par exemple aux États-Unis, une étude empirique récente sur la pratique de l'antidatage d'options tend à démontrer que les poursuites engagées sur ce fondement sont un recours efficace pour les actionnaires[1343]. Finalement, le seul bénéfice que semble produire le contrôle judiciaire est qu'il permet au juge d'expliciter la manière dont les membres d'une société par actions doivent agir. Non seulement il s'agit de prévenir que de tels comportements ne se reproduisent plus à l'avenir, mais aussi de préciser les normes générales qui gouvernent l'interaction des dirigeants et des administrateurs entre eux et avec la société[1344].

Par conséquent, le particularisme de la relation entre le dirigeant et la société implique un activisme judiciaire. D'une part, la forte dimension relationnelle du contrat de rémunération du dirigeant peut nécessiter que le juge en explicite les termes incomplets. D'autre part, compte tenu des enjeux attachés à la fonction de dirigeant, le juge peut intervenir pour que l'intérêt de la société soit protégé de l'opportunisme du dirigeant[1345].

Paragraphe 2. — L'activisme judiciaire et les normes de conduites exemplaires

Précédemment, nous avons rappelé que la dynamique managériale oscillait entre la théorie de l'agence et la théorie de l'intendance. Sans pour autant dire que ces deux rôles d'agent et d'intendant sont exclusifs l'un de l'autre, ils sont néanmoins le résultat de contextes différents. D'un côté, la source de motivation de l'agent provient de la mise en œuvre d'une rationalité instrumentale et, de l'autre côté, le comportement de l'intendant trouve sa source dans les

---

[1342] Jessica Erickson, « Corporate Governance in the Courtroom: An Empirical Analysis » (2010) 51 *William and Mary Law Review* 1749 aux pp 1826–1827.

[1343] Quinn Curtis et Minor Myers, « Do the Merits Matter? Empirical Evidence on Shareholder Suits from Options Backdating Litigation » (2016) 164 *University of Pennsylvania Law Review* 291 (les recours judiciaires en cas d'antidatage d'options sont semble-t-il un recours efficace pour les actionnaires notamment parce que la pratique d'antidatage illustre souvent une violation des devoirs fiduciaires des administrateurs).

[1344] Roberta Romano, « The Shareholder Suit: Litigation without Foundation? » (1991) 7 *Journal of Law, Economics, and Organization* 55 à la p 85.

[1345] John C. Coffee, Jr, « The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role » (1989) 89 *Columbia Law Review* 1618 aux pp 1620–1621.

normes sociales[1346]. Par ailleurs, l'activisme judiciaire, lorsqu'il vise à tenir les administrateurs des sociétés à des standards de comportements élevés, améliore significativement la gouvernance des sociétés par actions et les décisions prises par leurs conseils d'administration. Comme a pu le rappeler la Cour suprême dans la décision *Wise*, la mise en œuvre de normes de conduites exemplaires constitue un véritable « bouclier » qui offre une protection supplémentaire aux administrateurs dans l'exercice de leur prérogative décisionnelle[1347].

La normativité sociale est une alternative complémentaire pour la compréhension et la justification des comportements corporatifs, et qui permet de promouvoir et de renforcer des comportements jugés désirables[1348]. De ce point de vue, un recours appuyé à la normativité sociale permet de réduire la dépendance au régime de responsabilité, notamment fiduciaire, pour la régulation des comportements. Certains auteurs préconisent que les juges exploitent le pouvoir régulateur des normes sociales en imposant des sanctions alternatives, telle la stigmatisation des agissements jugés. Ce type de condamnation, en des termes dramatiques et sans équivoque, contribue à renforcer le sentiment d'aversion du public et contribue à exercer une influence sociale[1349]. Cette attitude peut contribuer à faire naître au sein des membres d'une société ou d'un secteur d'activité un climat d'embarras, d'opprobre, de condamnation et de pression par les pairs[1350]. De même, la loi exprime certaines valeurs et toute réforme législative peut potentiellement renforcer ou diminuer le rôle des normes sociales, et ainsi encourager des comportements désirables ou non. Ainsi, la loi et la jurisprudence donnent une signification sociale aux comportements et peuvent contribuer à réduire l'occurrence de comportements non désirables[1351]. Il y a donc un enjeu normatif pour les pratiques législative et judiciaire puisqu'en

---

[1346] Voir *supra* chapitre 4, section 2 ; Jon Elster et Michael S. McPherson, *The Cement of Society: A Study of Social Order (Studies in Rationality and Social Change)*, New York, Cambridge University Press, 1989 aux pp 96–151.

[1347] *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 au para 64 (dans le contexte de l'obligation de diligence où ce qui peut être attendu des administrateurs s'apprécie au regard des conditions du contexte socio-économique existant).

[1348] Lawrence Lessig, « The New Chicago School » (1998) 27 *The Journal of Legal Studies* 661.

[1349] Dan M. Kahan, « Social Influence, Social Meaning, and Deterrence » (1997) 83 *Virginia Law Review* 349 aux pp 384–385 ; David A. Skeel, « Shaming in Corporate Law » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1811 à la p 1856.

[1350] Dan M. Kahan, « What Do Alternative Sanctions Mean? » (1996) 63 *University of Chicago Law Review* 591 aux pp 631–632.

[1351] Lawrence Lessig, « The Regulation of Social Meaning » (1995) 62 *University of Chicago Law Review* 943 à

ciblant certaines normes, le législateur et le juge peuvent réduire les comportements risqués efficacement sans avoir à s'appuyer sur des sanctions traditionnelles ou des régimes de responsabilité[1352]. Au demeurant, bien qu'il soit difficile d'engager la responsabilité des dirigeants, ces derniers accordent néanmoins un soin particulier au respect de leurs obligations fiduciaires[1353]. Comme a pu l'écrire le professeur Melvin Eisenberg :

> Although legal standards of conduct are characteristically accompanied by liability rules or other enforcement regimes, even a legal standard of conduct that is unaccompanied by such a regime may be effective because of its impact on social norms[1354].

Les travaux menés par le courant droit et normes sociales se sont aussi spécifiquement intéressés au droit des affaires[1355]. L'interaction fonctionnelle entre le droit et les normes sociales avance deux justifications à la conformité des dirigeants aux normes sociales[1356]. Tout d'abord, pour certains auteurs la conformité des dirigeants aux normes sociales qui prévalent dans le milieu des affaires provient de la crainte de sanctions sociales, comme la dénonciation publique ou l'ostracisme[1357]. Dans cette perspective, la législation sur le droit des sociétés et la jurisprudence doivent favoriser la gouvernance des relations par des mécanismes non juridiques ayant force exécutoire[1358]. Le contrôle judiciaire de la rémunération, tant au Canada qu'aux États-Unis, est conforme à cette approche. En effet, le standard pour l'examen des décisions des

---

la p 956 et s.

[1352] Cass R. Sunstein, « Social Norms and Social Roles » (1996) 96 *Columbia Law Review* 903 à la p 908.

[1353] Lynn Stout, « On the Proper Motives of Corporate Directors (Or, Why You Don't Want to Invite Homo Economicus to Join Your Board) » (2003) 28 *The Delaware Journal of Corporate Law* 1 aux pp 8–10 ; Edward B. Rock, « Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work? » (1996) 44 *University of California Law Review* 1009 aux pp 1011–1013.

[1354] Melvin A. Eisenberg, « Corporate Law and Social Norms » (1999) 99 *Columbia Law Review* 1253 à la p 1269.

[1355] Voir Symposium, « Norms and Corporate Law » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1607 ; voir *supra* chapitre 3, section 2.

[1356] Renee M. Jones, « Law, Norms, and the Breakdown of the Board: Promoting Accountability in Corporate Governance » (2006) 92 *Iowa Law Review* 105 à la p 124 et s.

[1357] Edward B. Rock et Michael L. Wachter, « Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1619 à la p 1641 ; Edward B. Rock, « Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work? » (1996) 44 *University of California Law Review* 1009 à la p 1013 ; David A. Skeel, « Shaming in Corporate Law » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1811 aux pp 1823–1836.

[1358] Edward B. Rock et Michael L. Wachter, « Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1619 à la p 1622.

administrateurs et dirigeants de sociétés par actions ne permet l'engagement de responsabilité que pour les cas de fraude, d'illégalité ou de conflit d'intérêts[1359]. Par l'entremise de la règle du jugement d'affaires, la non-immixtion des juges permet de préserver l'autonomie et la qualité de la gestion des sociétés par actions[1360]. Toujours selon ce point de vue, l'absence de responsabilité pour des décisions entachées de conflit d'intérêts, mais approuvées par des administrateurs indépendants permet de limiter la révision judiciaire et de préserver l'efficacité des normes sociales comme instrument de gouvernance[1361]. De même, limiter la révision judiciaire pour les cas de transactions intéressées caractéristiques d'un vol garantit la préservation de l'avantage général que représente la forme sociétaire. Il en est de même en matière de rémunération puisqu'il s'agit uniquement de sanctionner les cas les plus grossiers tout en préservant un certain degré de liberté dans l'élaboration des régimes de rémunération pour que les dirigeants se surpassent[1362].

Ensuite, la motivation du dirigeant dépend de facteurs intrinsèques qui sont susceptibles d'inciter et de guider son comportement. Lors de nos développements sur l'éthique dans la relation contractuelle, nous avons rappelé que les rapports du dirigeant avec la société reposaient sur une norme générale de coopération, regroupant la norme juridique de loyauté et la norme sociale de confiance[1363]. Nous pensons qu'une telle norme offre une meilleure compréhension des comportements corporatifs. La complémentarité de la norme juridique et sociale exerce une influence considérable sur la coopération des agents. Autrement dit, le contrat seul ne peut pas capturer l'ensemble des facteurs susceptibles d'inciter et contraindre le comportement du dirigeant[1364]. C'est dire également que les facteurs de motivations ne sont pas seulement

---

[1359] Edward B. Rock et Michael L. Wachter, « Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1619 aux pp 1666–1667.

[1360] Edward B. Rock et Michael L. Wachter, « Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1619 à la p 1623.

[1361] Edward B. Rock et Michael L. Wachter, « Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1619 aux pp 1662–1663.

[1362] Edward B. Rock et Michael L. Wachter, « Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1619 à la p 1661.

[1363] Voir *supra* chapitre 3, section 2.

[1364] Margaret M. Blair et Lynn A. Stout, « Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1735 à la p 1808.

extrinsèques, mais qu'une attention particulière doit être portée, comme nous l'avons déjà soutenu, aux facteurs inhérents et propres à l'agent[1365]. Par ailleurs, la motivation interne du dirigeant pour un comportement exemplaire est renforcée par les attentes des parties prenantes de la société[1366]. Comme ont pu le souligner les professeures Margaret Blair et Lynn Stout, la norme sociale prise seule offre une emprise faible sur le comportement du dirigeant si elle n'a pas d'ancrage judiciaire :

> Corporate case law accordingly can encourage corporate participants to internalize norms of cooperation through social framing—providing information about the social context of relationships within the firm. Judicial opinions unambiguously communicate that directors are fiduciaries and that fiduciary relationships call for trustworthy (loyal and careful) behavior. Corporate directors internalize this norm when they respond to the social signal by adopting the other-regarding preference function that is the hallmark of trust-based relationships. In other words, *fiduciary duty law works through framing, not shaming* [soulignement ajouté][1367].

Ainsi, le lien qu'entretient la norme juridique de loyauté avec la norme sociale de confiance permet au juge de promouvoir une norme générale de coopération et d'en faciliter l'internalisation par les agents.

Dans l'ensemble, le fait que les dirigeants soient tenus à des standards plus élevés de comportement par la crainte de sanctions sociales ou par des facteurs de motivation intrinsèques importe peu. Ce qui importe c'est que la sanction juridique, notamment en matière d'obligations fiduciaires, n'a pas cette fonction. D'autant plus que l'ingérence du juge risquerait de nuire à l'avantage que procure la forme sociétaire et que la sanction juridique risquerait de détériorer la motivation personnelle du dirigeant[1368]. L'adoption d'un régime de rémunération est le résultat

---

[1365] Lynn Stout, « On the Proper Motives of Corporate Directors (Or, Why You Don't Want to Invite Homo Economicus to Join Your Board) » (2003) 28 *The Delaware Journal of Corporate Law* 1 aux pp 8–9.

[1366] Michael B. Dorff, « Softening Pharaoh's Heart: Harnessing Altruistic Theory and Behavioral Law and Economics to Rein in Executive Salaries » (2003) 51 *Buffalo Law Review* 811 (l'auteur considère que les actionnaires peuvent modifier les préférences personnelles du dirigeant en terme de rémunération en sollicitant son altruisme).

[1367] Margaret M. Blair et Lynn A. Stout, « Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1735 à la p 1796.

[1368] Margaret M. Blair et Lynn A. Stout, « Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1735 à la p 1809 ; Edward B. Rock et Michael L. Wachter, « Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1619 à la p 1622.

d'une décision prise par une équipe dont la surveillance n'est pas aisée. L'évaluation qualitative d'une décision prise par le conseil d'administration est nécessairement subjective et biaisée. Dès lors, une révision judiciaire n'apparaît pas comme un mécanisme de surveillance efficace[1369]. De plus, si la révision judiciaire devient un instrument de surveillance externe cela risque d'affecter l'esprit et la dynamique du groupe des administrateurs.

Les décisions judiciaires relatives aux devoirs fiduciaires des dirigeants constituent une opportunité pour modifier les préférences personnelles des dirigeants et administrateurs. Il y a donc une portée symbolique à la jurisprudence en matière fiduciaire. En effet, la jurisprudence relative à la rémunération et aux obligations des dirigeants permet au droit et à la règle juridique de répondre aux revendications éthiques. L'expression de valeurs sociales par les juges au travers de leurs décisions est une fonction essentielle des cours et tribunaux[1370]. Les jugements rendus et les opinions qu'ils contiennent jouent un rôle essentiel dans l'évolution des normes sociales relatives au comportement des dirigeants et administrateurs[1371]. Ils communiquent donc au milieu des affaires les standards qui sont attendus d'eux par la société et qui offrent plus de flexibilité que les normes juridiques. Les devoirs fiduciaires servent d'ancrage à la formulation de normes sociales qui s'accommodent plus facilement des changements de mœurs ou de conditions économiques [1372]. Par conséquent, la formulation d'une norme générale de coopération confirme « la texture ouverte du droit » des affaires et constitue une porte d'entrée, par un travail d'interprétation, à des idéaux comportementaux plus exigeants que ceux exigés stricto sensu par la règle juridique[1373].

Pour cette raison, malgré les rares cas de violation d'obligations fiduciaires reconnus par

---

[1369] Stephen M. Bainbridge, « Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance » (2002) 55 *Vanderbilt Law Review* 1 aux pp 48–49.

[1370] Robert Cooter, « Expressive Law and Economics » (1998) 27 *The Journal of Legal Studies* 585 à la p 586.

[1371] Edward B. Rock, « Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work? » (1996) 44 *University of California Law Review* 1009 à la p 1017.

[1372] Stephen M. Bainbridge, « The Parable of the Talents » (15 août 2016), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=2787452> à la p 13 ; Tamar Frankel, « Fiduciary Law in the Twenty-First Century » (2011) 91 *Boston University Law Review* 1289 à la p 1290.

[1373] Herbert Lionel Adolphus Hart, *Le concept de droit*, traduit par Michel van de Kerchove avec la collaboration de Joëlle van Drooghenbroeck et Raphaël Célis, Bruxelles, Facultés universitaires Saint-Louis, 1976 aux pp 53–58, 268.

les juges, la portée de leurs opinions permet de guider les comportements des dirigeants afin qu'ils agissent de manière plus responsable. La confiance tout comme la loyauté ne sont pas des comportements innés, ils nécessitent un apprentissage. Effectivement, les dirigeants et les administrateurs définissent leurs conduites dans un environnement plus large qu'un réseau de contrats[1374]. D'ailleurs, il s'agirait là de l'une des contributions majeures de la règle du jugement d'affaires, notamment en matière d'obligations fiduciaires. Elle promeut ainsi la diligence des dirigeants, d'une part, en favorisant un environnement social favorable à la coopération et, d'autre part, aux comportements qu'elle exige[1375]. Les décisions rendues par les tribunaux fournissent des instructions destinées aux membres de la société et influencent leurs comportements[1376]. Comme ont pu le rappeler Paul Milgrom et autres :

> The role of the judges in the system, far from being substitutes for the reputation mechanism, is <u>to make the reputation system more effective as a means of promoting honest trade</u>. […] So the system of private judges is designed to promote private resolution of disputes and otherwise to transmit just enough information to the right people in the right circumstances <u>to enable the reputation mechanism to function effectively for enforcement</u>. In order to succeed, such a system must solve a number of inter-connected incentive problems: Individual members of the community must be induced to behave honestly, to boycott those who have behaved dishonestly, to keep informed about who has been dishonest, to provide evidence against those who have cheated, and to honor the decisions of the judges [soulignement ajouté][1377].

Toutefois, il convient de nuancer quelque peu le propos. Certains regretteront de ne pas avoir un régime d'obligations fiduciaires plus vigoureux et exigeant[1378]. En effet, le fait qu'un comportement puisse être remis en question d'un point de vue moral, tout en étant légalement autorisé, peut faire naître une ambiguïté chez les dirigeants sur le bien-fondé ou non du

---

[1374] John C. Coffee, Jr, « Do Norms Matter? A Cross-Country Evaluation » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 2151 à la p 2176.

[1375] Lynn A. Stout, « In Praise of Procedure: An Economic and Behavioral Defense of Smith V. Van Gorkom and the Business Judgment Rule » (27 septembre 2001), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/ abstract=290938> à la p 18.

[1376] David Sally, « Conversation and Cooperation in Social Dilemmas: A Meta-Analysis of Experiments from 1958 to 1992 » (1995) 7 *Rationality and Sociology* 58 à la p 78.

[1377] Paul R. Milgrom, Douglass C. North et Barry R. Weingast, « The Role of Institutions in the Revival of Trade: The Law Merchant, Private Judges, and the Champagne Fairs » (1990) 2 *Economics and Politics* 1 à la p 3.

[1378] Tamar Frankel, *Trust and Honesty: America's Business Culture at a Crossroad*, Oxford University Press, New York, 2006 à la p 114.

comportement visé[1379]. Il faut retenir que l'influence de la norme sociale sur le comportement du dirigeant ne peut être réduite à l'office du juge. Cette dernière est partie intégrante d'une dynamique plus large que nous avons déjà eu l'occasion d'exposer précédemment.

Sous-section 2. — Les recours contre la rémunération abusive

Le droit des sociétés par actions permet aux actionnaires de contester judiciairement un régime de rémunération. La *Loi canadienne sur les sociétés par actions* prévoit trois situations qui peuvent fonder le recours des actionnaires à l'égard du contrat contesté. D'abord, il leur est possible de contester le régime de rémunération d'un dirigeant au motif que le contrat tel qu'il a été adopté illustre un manquement aux devoirs des administrateurs. Les actionnaires doivent donc être en mesure de prouver que les administrateurs n'ont pas agi avec intégrité et bonne foi dans l'intérêt de la société, et qu'ils ont manqué de soin, de diligence et de compétence. Puis, il se peut également que la décision ait été prise en contravention d'une loi, d'un règlement d'application ou d'une convention unanime d'actionnaires[1380]. Enfin, les actionnaires peuvent contester la validité du contrat ou de l'opération sur le fondement de son iniquité pour la société. Afin d'éviter les abus de la part des représentants de la société, les tribunaux peuvent intervenir pour remettre en cause l'autorité décisionnelle d'un conseil d'administration lorsque la décision prise est illégale, frauduleuse, déloyale ou qu'elle est contraire à l'intérêt de la société[1381].

Paragraphe 1. — L'action oblique

La *Loi canadienne sur les sociétés par actions* prévoit ainsi une action oblique qui permet aux plaignants d'intenter une action au nom de la société contre les dirigeants et les administrateurs fautifs[1382]. Au Québec, la *Loi sur les sociétés par actions* prévoit un recours semblable à l'action oblique prévue par la LCSA. En effet, la législation québécoise permet à

[1379] Renee M. Jones, « Law, Norms, and the Breakdown of the Board: Promoting Accountability in Corporate Governance » (2006) 92 *Iowa Law Review* 105 à la p 131.
[1380] Art 122 LCSA ; art 322 CcQ.
[1381] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 aux pp 663–665.
[1382] Art 239 LCSA.

un « demandeur […] d'intenter une action au nom et pour le compte d'une société ou d'une société qui est l'une de ses filiales ou, le cas échéant, d'intervenir dans une action à laquelle l'une ou l'autre est partie afin d'y mettre fin, de la continuer ou d'y présenter une défense pour le compte de celle-ci »[1383]. L'exercice de l'action n'est pas acquis de plein droit et exige que le demandeur obtienne préalablement une autorisation du tribunal afin d'intenter un recours et être autorisé à agir pour le compte de la société[1384]. À cette fin, le demandeur doit fournir la preuve qu'il a avisé les administrateurs de son intention de présenter une telle demande et qu'il agit de bonne foi dans l'intérêt de la société[1385].

L'exigence d'une notification préalable des administrateurs est évidente. Elle permet de donner la possibilité au conseil d'administration de la société d'évaluer l'opportunité d'engager ou non un recours à l'égard de l'acte prétendument répréhensible. Dans la situation où le conseil intente, de sa propre initiative, le recours, il s'agit d'un recours direct et non plus d'une action oblique[1386]. De même, si à la suite du préavis donné par le demandeur, le conseil d'administration ne prend aucune mesure pour présenter, continuer ou mettre fin à une demande, le demandeur sera autorisé à agir[1387].

Aussi bien dans la législation fédérale et provinciale sur les sociétés par actions, le délai de préavis est de quatorze jours. Un tel délai est justifié par le fait que le conseil d'administration doit avoir le temps de pouvoir évaluer le bien-fondé d'engager l'action, par exemple, en sollicitant des avis juridiques sur le bien-fondé du recours ou en évaluant les coûts et les bénéfices de l'action[1388]. L'avis fourni par le demandeur doit également être suffisamment motivé afin de permettre une réelle évaluation par le conseil d'administration[1389]. En outre,

---

[1383] Art 445 LSA ; sur les conditions d'exercice du recours : arts 445–449 LSA.

[1384] Art 445 LSA.

[1385] Art 446 al 1 et 2 LSA ; en vertu de l'art 446 al 3 LSA (le demandeur à l'action est dispensé du préavis lorsque tous les administrateurs de la société sont désignés comme défendeurs à l'action).

[1386] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 à la p 681.

[1387] Art 239 (2)(a) LCSA ; Art 446 al 2 LSA.

[1388] *Pappas v Acan Windows Inc*, [1991] NJ No 164, 2 BLR (2e) 180 à la p 206 (TD).

[1389] *Lasanaltech Inc c Systèmes de logiciel Quadrom Inc*, [1995] JQ no 1026 au para 25 (CS) ; Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 à la p 681.

l'autorisation préalable peut ne pas être accordée par le tribunal si ce dernier estime que la décision prise par le conseil d'administration de ne pas poursuivre directement a été prise de manière diligente. Autrement dit, le fait pour le conseil d'administration de ne pas présenter ou continuer une demande ne confère aucune certitude au demandeur d'obtenir du tribunal une autorisation préalable. Le tribunal apprécie également l'opportunité d'intenter ou non un recours au regard de ce qui est dans le meilleur intérêt de la société. Ainsi, si les administrateurs agissent de bonne foi et selon les procédures adéquates, le tribunal devra en tenir compte dans son évaluation[1390].

Dans une décision *Schafer v International Capital Corp*[1391], les juges ont pu souligner l'importance de respecter la décision d'un conseil d'administration de ne pas donner une suite favorable à une demande de recours à l'encontre d'un acte susceptible de faire l'objet d'une action oblique :

> The rule is in effect a presumption that if the directors of the corporation make an informed decision that the disadvantages outweigh the advantages of commencing the action, then this is what is in the best interests of the corporation. The decision to commence or not to commence an action is like any other business decision that is ordinarily a matter of internal management to be left to the discretion of the directors absent instruction from the shareholders. Courts seldom interfere with such intra vires discretion unless the directors are guilty of misconduct equivalent to breach of trust, or unless they stand in a dual relation which prevents an unprejudiced exercise of judgment. If there is misconduct or a dual relation then the presumption that the decision of the directors is in the best interests of the corporation will not apply[1392].

L'obligation d'obtenir une autorisation préalable du tribunal est conforme au principe selon lequel les administrateurs et dirigeants gèrent les affaires de la société conformément à leur jugement[1393]. Pour réussir, le demandeur à l'action doit être en mesure de démontrer que les « administrateurs de la société ou de sa filiale au cas où ils n'ont pas intenté l'action, n'y ont pas mis fin ou n'ont pas agi avec diligence au cours des procédures »[1394]. Ainsi, l'inaction des

---

[1390] Kevin P. McGuinness, *Canadian Business Corporations Law*, 2e éd, Toronto, LexisNexis, 2007, (QL) au para 13.218.
[1391] [1996] SJ No 770, 153 Sask R 241 au para 25 (QB), conf par [1997] SJ No 374.
[1392] *Schafer v International Capital Corp*, [1996] SJ No 770 au para 25 (QB).
[1393] *United Copper Securities Co v Amalgamated Copper Co*, 244 US 261 (1917).
[1394] Art 239 al 2 LCSA.

administrateurs peut être illustrée par leur refus d'intenter l'action[1395]. Ce refus peut également être présumé lorsque les administrateurs restent silencieux sur la demande qui leur a été soumise. Cette exigence d'autorisation préalable du tribunal peut néanmoins être écartée dans les cas où le respect de l'exigence de préavis est jugé futile[1396]. En effet, lorsque les administrateurs sont désignés comme étant les auteurs de l'acte fautif, le plaignant n'aura pas à les notifier ou à leur laisser un délai pour répondre[1397]. Cependant, il a été jugé que l'obligation de notifier devait être exécutée au motif que : « the condition can be easily performed without undue expense or effort and, if performed, any suspected futility in making the request, if such exists, would be readily exposed »[1398]. Il n'y a pas de position claire établie en jurisprudence sur la nécessité ou non de la notification. Certaines décisions ont reconnu la futilité de la notification d'administrateurs non diligents sans pour autant préciser si l'exigence pouvait être écartée[1399]. À l'inverse, dans d'autres décisions il a été jugé que l'exigence pouvait être écartée sur le fondement de la futilité ou de la frivolité[1400].

Pour faire suite à la demande, le tribunal doit également être convaincu de la bonne foi du demandeur. Cette exigence relève de l'appréciation du tribunal :

> The question of good faith requires the court to ensure that the proposed action is not frivolous or vexatious […]. There is both a subjective and objective component to the requirement of good faith. The subjective aspect requires that the applicant believes the proposed derivative action has merit. This guards against actions spurned by self-interest or private vendetta. But even where the applicant believes that the proposed action has merit, the court must still consider whether objectively viewed the action is not frivolous and vexatious[1401].

[1395] *Appotive v Computrex Centres Ltd*, [1981] BCJ No 1635, 16 BLR 133 (SC) (QL).

[1396] *Winfield v Daniel*, [2004] AJ No 37 au para 15 (QB) (QL) ; M.A. Maloney, « Whither the Statutory Derivative Action? » (1986) 64 *Canadian Bar Review* 309 aux pp 323–325.

[1397] *Jennings v Bernstein*, [2001] OJ No 831, 11 BLR (3e) 259 (SCJ) ; *Winfield v Daniel*, [2004] AJ No 37, 352 AR 82 (QB) (QL).

[1398] *Re Daon Development Corp*, [1984] BCJ No 2945 au para 20, 54 BCLR 235 (SC) (QL).

[1399] *Solomon v Elkind*, [1976] OJ No 1453, 3 CPC 31 (HCJ) (QL).

[1400] *Griesbach v Majury*, [1991] OJ No 590 (QL) (Gen Div) ; *Drove v Mansvelt*, [1998] BCJ No 497, 78 ACWS (3e) 634 (SC) (QL) ; *Gorner v Martin*, [1985] NJ No 107, 4 CPC (2e) 72 (TD) (QL) ; *Park v Sunrich Processors Ltd*, [1999] BCJ No 807, 87 ACWS (3e) 476 (SC) (QL).

[1401] *Valgardson v Valgardson*, [2012] AJ No 399 au para 20, 2012 ABCA 124 (QL) ; *Amack v AW Holdings Corp*, [2014] AJ No 1215, 2014 ABQB 623 (QL).

Il convient de mentionner qu'au Québec, en vertu des principes du droit civil, la bonne foi se présume hormis dans les cas où la loi exige expressément de la prouver[1402]. La preuve de la bonne foi dépend des circonstances particulières de chaque cas[1403]. Ainsi, les tribunaux procèdent à l'évaluation de l'intérêt du demandeur à l'action pour déterminer la bonne ou la mauvaise foi du recours. Par exemple, il a été jugé que le fait que le demandeur ait un intérêt personnel à l'action n'était pas constitutif de mauvaise foi :

> The fact alone that the applicant has a personal interest in the outcome of the derivative action is not evidence of bad faith if that personal interest is related to or is not contrary to the interests of the corporation. But a personal interest in the derivative action that is unrelated to or is contrary to the interests of the corporation, is an indication of bad faith[1404].

Cependant, si le demandeur engage une action qui est dans l'intérêt de la société, l'exigence de sa bonne foi devrait être reléguée en arrière-plan[1405]. Autrement dit, l'autorisation d'engager une action oblique ne devrait pas être refusée au seul motif que le demandeur est de mauvaise foi. Si les autres conditions sont rencontrées, l'autorisation du tribunal devrait être accordée[1406].

La dernière condition pour que le demandeur obtienne l'autorisation d'intenter une action oblique est « qu'il semble être de l'intérêt de la société ou de sa filiale d'intenter l'action, de la poursuivre, de présenter une défense ou d'y mettre fin »[1407]. Il n'appartient pas au tribunal d'établir avec certitude que l'action soit dans l'intérêt de la société, l'apparence suffit[1408]. Les

---

[1402] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 aux pp 681–683.

[1403] *Discovery Enterprises Inc v Ebco Industries Ltd*, [1998] BCJ No 1301, 50 BCLR (3e) 195 (CA) (QL) ; *Jordan Enterprises Ltd v Barker*, [2015] BCJ No 676, 2015 BCSC 559 (QL) ; Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 à la p 683.

[1404] *Schafer v International Capital Corporation*, 1997 CanLII 9750 (Sask CA) ; voir également Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 à la p 684.

[1405] Robert W.V. Dickerson, Leon Getz et John L. Howard, *Proposals for a New Business Corporations Law for Canada*, vol 1, Ottawa, Information Canada, 1971 à la p 161, au para 482.

[1406] Dennis H. Peterson et Matthew J. Cumming, *Shareholder Remedies in Canada*, 2e éd, Toronto, LexisNexis, 2009 (QL) au para 16.40.

[1407] Art 239(2)(c) LCSA ; art 446 al 2 LSA.

[1408] Dennis H. Peterson et Matthew J. Cumming, *Shareholder Remedies in Canada*, 2e éd, Toronto, LexisNexis, 2009 (QL) au para 16.41 ; *Long v Spill-Sorb Canada Inc*, [2010] AJ No 29 au para 11, 68 BLR (4e) 190 (QB) (QL).

professeurs Raymonde Crête et Stéphane Rousseau estiment « que le tribunal est appelé à se demander si l'intervention judiciaire sollicitée a pour but, à sa face même, de prévenir ou réparer un préjudice causé à la société en assurant le respect de devoirs et d'obligations envers celle-ci et en favorisant l'imputabilité du conseil d'administration en vue de promouvoir la prospérité financière de cette dernière »[1409]. Ici encore, le tribunal veille à assurer que la demande à l'action oblique est sérieuse, qu'elle n'est ni frivole ni vexatoire et qu'elle peut raisonnablement réussir[1410].

Dans la décision *St-Germain c St-Germain*[1411], la Cour d'appel du Québec s'est prononcée sur ce qu'il fallait entendre par bonne foi et intérêt de la société dans le cadre d'une action dérivée au sens de l'art. 239 LCSA. La Cour rappelle ainsi qu'il convient d'évaluer la bonne foi d'intenter le recours « eu égard à l'action dérivée projetée et non pas la bonne foi historique concernant les affaires du passé n'ayant que peu de liens avec les questions ciblées par le projet d'action dérivée »[1412]. Pour ce qui d'une demande intentée dans l'intérêt de la société, le juge souligne que le premier critère à remplir est celui de l'existence d'une attente raisonnable[1413]. L'évaluation du caractère raisonnable ou irraisonnable de la demande permet également d'apprécier si le recours permet de protéger les droits des demandeurs et d'accroître la situation financière de la société. Ainsi, dans son appréciation de la pertinence d'une demande, les juges évaluent les bénéfices et les coûts potentiels qui résulteraient du succès de l'action oblique[1414]. À ce propos, les commentaires du *Rapport Dickerson* sont éclairants :

> […] by requiring the complainant to establish that the action is "prima facie in the interest of the corporation" it blocks actions to recover small amounts, particularly

---

[1409] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 à la p 685 les propos des auteurs s'appuient en partie sur la décision *Richardson Greenshields of Canada Ltd v Kalmacoff*, (1995) 123 DLR (4e) 628, 635 (On CA), autorisation de pourvoi à la CSC refusée, 24758 (28 septembre 1995).

[1410] *Re Marc-Jay Investments Inc and Levy*, [1974] OJ No 2046 au para 9, 50 DLR (3e) 45 (HCJ) (QL).

[1411] *St-Germain c St-Germain*, 2016 QCCA 303 (CanLII).

[1412] *St-Germain c St-Germain*, 2016 QCCA 303 au para 45 (CanLII).

[1413] *St-Germain c St-Germain*, 2016 QCCA 303 au para 56 (CanLII) ; *BCE Inc c Détenteurs de débentures de 1976*, [2008] 3 RCS 560 aux para 60 et s, [2008] ACS no 37 (QL).

[1414] *Discovery Enterprises Inc v Ebco Industries Ltd*, [1997] BCJ No 1766 aux para 20, 60, 35 BLR (2e) 111 (SC) (QL) ; *Mikulic v Peter*, [2013] BCJ No 1117 au para 11, 2013 BCSC 941 (QL) ; *Jordan Enterprises Ltd v Barker*, [2015] BCJ No 676 au para 35, 2015 BCSC 559 (QL).

> actions really instituted to harass or to embarass directors or officers who have committed an act which, although unwise, is not material[1415].

Ainsi, dans la situation où la société subirait une perte significative en raison d'un régime de rémunération excessif, les actionnaires pourraient intenter une action oblique pour le contester. Toutefois, en matière de rémunération, ce recours n'est pas le recours privilégié, notamment parce que le coût effectif d'un régime de rémunération peut être difficile à évaluer. Dans son évaluation des coûts, le tribunal tient compte des frais judiciaires et extrajudiciaires à la charge de la société, les contraintes matérielles de préparation, de négociation et de présentation d'une demande ainsi que le poids financier des indemnités à verser en cas de succès de l'action[1416]. Cependant, l'importance accordée aux coûts judiciaires n'est pas cruciale et encore moins primordiale[1417].

Selon certains auteurs, l'action oblique ne serait pas le recours privilégié pour contester un acte pris par des administrateurs fautifs et n'aurait donc pas d'importance substantielle dans le contexte canadien[1418]. En effet, l'exigence d'autorisation préalable et les coûts qui y sont associés dissuaderaient les demandeurs à l'action oblique au bénéfice du recours en cas d'abus[1419]. Par ailleurs, les données empiriques disponibles confirment le faible recours à l'action oblique par les actionnaires[1420]. De la même manière, la « proximité » de l'action

---

[1415] Robert W.V. Dickerson, Leon Getz et John L. Howard, *Proposals for a New Business Corporations Law for Canada*, vol 1, Ottawa, Information Canada, 1971 à la p 161, au para 482 ; Michael St. Patrick Baxter, « The Derivative Action under the Ontario Business Corporations Act: A Review of Section 97 » (1982) 27 *McGill Law Journal* 453 aux pp 467–468.

[1416] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 à la p 689.

[1417] *Primex Investments Ltd v Northwest Sports Enterprises Ltd*, [1996] BCJ No 2309 au para 42, [1997] 2 WWR 129 (CA) (CanLII), conf par [1997] 2 WWR 129, 26 BCLR (3e) 357 ; *Discovery Enterprises Inc v Ebco Industries Ltd*, [1998] BCJ No 1301, 50 BCLR (3e) 195 (CA) (QL).

[1418] Brian R. Cheffins et J. M. Dine, « Shareholder Remedies: Lessons from Canada » (1992) 13 *Company Lawyer* 89.

[1419] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 à la p 690 ; Brian Cheffins, « Oppression Remedy in Corporate Law: The Canadian Experience » (1988) 3 *University of Pennsylvania Journal of International Business* 305 aux pp 332–333.

[1420] Melissa Hofmann, « The Statutory Derivative Action in Australia: An Empirical Review of its Use and Effectiveness in Australia in Comparison to the United States, Canada and Singapore » (2005) en ligne : Corporate Governance eJournal of Bond University <http://epublications.bond.edu.au/cgej/13> à la p 7 (approximativement 199 demandes d'action oblique entre janvier 1989 et octobre 2003 selon les données récoltées par l'auteure).

oblique au recours en cas d'iniquité, communément appelé recours pour oppression, explique également son usage limité[1421].

Paragraphe 2. — Le recours en cas d'iniquité

Introduit par la réforme du droit des sociétés par actions du Canada durant les années 1970 et 1980, le recours pour abus « est un recours en equity [qui] vise à rétablir la justice - ce qui est "juste et équitable" [en conférant] au tribunal un vaste pouvoir, en equity, d'imposer le respect non seulement du droit, mais de l'équité »[1422]. Ce recours ne se limite donc pas à une appréciation de la licéité des comportements des dirigeants et administrateurs de la société. En prenant appui sur le concept de l'équité, ce recours offre aux tribunaux une grande flexibilité dans l'appréciation d'actes et de comportements qui, bien que légaux, seraient inéquitables et injustes à l'égard des actionnaires[1423]. La législation sur le droit des sociétés par actions permet de maintenir un équilibre entre les intérêts des détenteurs de droits à l'égard de la société et le vaste pouvoir dévolu aux dirigeants pour la gestion de la société.

Le recours sera ainsi ouvert lorsque dans le cours de leurs activités, les dirigeants usent de leurs prérogatives de manière discriminante, injuste ou déloyale, en violation de l'équité ou d'une disposition légale. Dans la décision *Kelvin Energy Ltd c Lee*, la Cour suprême a rappelé que :

> Le recours pour abus des droits est assimilable à la Charte des droits et libertés pour ce qui est du droit des sociétés. […] Sa large portée et sa souplesse font que toutes les activités d'une société, quelle qu'en soit la nature, peuvent faire l'objet d'un examen judiciaire. La protection qu'il peut offrir à ceux qui ont un intérêt dans une société est impressionnante. Néanmoins, le législateur a prévu le recours pour abus des droits dans

---

[1421] Brian Cheffins, « Oppression Remedy in Corporate Law: The Canadian Experience » (1988) 3 *University of Pennsylvania Journal of International Business* 305 à la p 333 ; Lang Thai, « How Popular are Statutory Derivative Actions in Australia? Comparisons with USA, Canada, and New Zeland » (2002) 30 *Australian Business Law Review* 118 à la p 126.

[1422] *BCE Inc v 1976 Debentureholders*, [2008] SCJ No 37 au para 58, [2008] 3 SCR 560 (QL) ; *Wright v Donald S. Montgomery Holdings Ltd*, 1998 CanLII 14805 au para 24 (On SC).

[1423] Raymonde Crête, « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance » (2004) 45 *Les Cahiers de droit* 409 à la p 444 ; Stanley M. Beck, « Minority Shareholders' Rights in the 1980s » dans Don Mills, dir, *Special Lectures of the Law Society of Upper Canada, Corporate Law in the 80's*, Ontario, DeBoo, 1982, 311 à la p 312 ; *Sparling v Javelin International Ltd* (No 1), [1986] RJQ 1073 au para 24 (SC) (QL).

> le dessein d'établir un équilibre entre les intérêts de ceux qui réclament des droits à la société et la capacité de la direction de gérer efficacement l'entreprise. Il s'agit d'un recours qui ne convient que dans les cas où les activités de la société entraînent une certaine discrimination ou un traitement inéquitable parmi les personnes ayant un intérêt dans la société, une atteinte à un droit découlant de la common law ou de l'equity, ou l'appropriation de biens de la société[1424].

L'interprétation large et flexible qui est faite du recours en cas d'iniquité par les tribunaux en fait un instrument privilégié pour résoudre les différends entre les parties prenantes de la société dans de nombreuses circonstances[1425]. Par exemple, dans le cadre d'une procédure de restructuration, il a été jugé que les actions d'une société mère témoignaient, objectivement et subjectivement, d'une démarche qui visait à la satisfaction de ses intérêts et de celui de ses parties prenantes au détriment de ceux de sa filiale. Dès lors, les actions contestées étaient constitutives d'abus de droit qui méconnaissaient les attentes raisonnables de la filiale ainsi que de ses créanciers, employés et retraités[1426].

Dans le cadre de ce recours, le rôle du juge peut être présenté de la sorte :

> [The judge] must search for misconduct, if any, unsound or unfair or inequitable or oppressive behaviour; [he] must study the business practices, and most importantly the special relationship and expectations of the parties. [He] cannot lose sight of the nature of the company, of the founder's intentions, of the kinds of investments in which the company engaged from its inception and of all the circumstances surrounding the running of the company[1427].

Dans la décision *BCE Inc c Détenteurs de débentures de 1976*[1428], la Cour suprême a proposé un raisonnement judiciaire en deux étapes lorsqu'un tribunal est saisi d'un recours pour abus :

[1424] *Kelvin Energy Ltd c Lee*, 1992 CanLII 38 (CSC), citant Denis H. Peterson, *Shareholder Remedies in Canada*, Toronto, Butterworths, 1989 à la p 18.1.

[1425] *Re Abraham and Inter Wide Investments Ltd*, [1985] OJ No 2595 au para 27, 51 OR (2e) 460 (HCJ) (QL); *Keho Holdings Ltd and Noble (Re)*, (1987) 38 DLR (4e) 368 (Alta CA) (CanLII) ; Raymonde Crête, « Le raisonnement judiciaire fondé sur l'équité dans les conflits entre actionnaires de petites sociétés : l'éclairage d'une approche consensuelle » (2006) 47 *Les Cahiers de droit* 33 à la p 39 et s.

[1426] *Ernst & Young Inc v Essar Global Fund Ltd*, 2017 ONSC 1366 (CanLII), appel rejeté *Ernst & Young Inc v Essar Global Fund Ltd*, [2017] CCS No 9151 (QL).

[1427] *Re Mason and Intercity Properties Ltd*, [1987] OJ No 448 au para 46, 59 OR (2e) 631 (CA) (QL).

[1428] [2008] ACS No 37, [2008] 3 RCS 560 (QL).

> Il faut d'abord considérer les principes sur lesquels repose la demande de redressement pour abus et, en particulier, le concept des attentes raisonnables. S'il est établi qu'une attente raisonnable a été frustrée, il faut déterminer si le comportement reproché constitue un "abus", un "préjudice injuste" ou une "omission injuste de tenir compte" des intérêts en cause au sens du par. 241 (2) de la LCSA [soulignement ajouté][1429].

Le tribunal est donc amené à évaluer le comportement reproché au regard de l'appréciation raisonnable des administrateurs et dirigeants, des attentes raisonnables du demandeur, et du préjudice subi par ce dernier[1430]. L'identification d'une attente raisonnable est le résultat d'une analyse contextuelle et objective[1431]. Dans leur détermination d'une attente raisonnable, le tribunal prend en considération différents facteurs propres à la société ou à celles placées dans un contexte similaire[1432]. La décision *BCE* énumère ainsi les facteurs qui doivent guider l'analyse du tribunal[1433] : les pratiques commerciales, la nature de la société, les rapports existants entre les parties, les pratiques antérieures, les mesures préventives, les déclarations et les conventions. Dans cette situation, les articles 241 LCSA et 450 LSA autorisent le tribunal à intervenir sur le fondement de l'équité afin d'analyser les attentes raisonnables des parties. En effet, dans toute relation fiduciaire le risque d'abus de pouvoir fait craindre la méconnaissance des intérêts de la partie représentée. Autrement dit, l'ampleur de ce préjudice est fonction de l'objectif qui fonde la relation fiduciaire, la nature de la délégation de pouvoir pour défendre cet objectif, et des protections offertes contre le risque d'abus[1434].

Dans le cadre d'une demande en redressement, la référence à la notion d'attentes raisonnables offre une certaine flexibilité à l'intervention judiciaire puisque l'analyse du tribunal

---

[1429] *BCE Inc c Détenteurs de débentures de 1976*, [2008] 3 RCS 560 au para 56, [2008] ACS no 37 (QL).

[1430] *Schwabe (Litigation Guardian of) v Heilborn*, [2002] OJ No 2755, 28 BLR (3e) 309 (SCJ) ; *Main v Delcan Group Inc*, [1999] OJ No 1961 au para 31, 47 BLR (2e) 200 (SCJ) (QL).

[1431] *BCE Inc c Détenteurs de débentures de 1976*, 3 RCS 560 au para 62, [2008] ACS no 37 [2008] (QL) (« Comme le suggère le mot "raisonnable", le concept d'attentes raisonnables est objectif et contextuel. [...] Lorsqu'il s'agit de déterminer s'il serait "juste et équitable" d'accueillir un recours, la question est de savoir si ces attentes sont raisonnables compte tenu des faits propres à l'espèce, des rapports en cause et de l'ensemble du contexte, y compris la possibilité d'attentes et de demandes opposées » [soulignement ajouté]).

[1432] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 à la p 712, au para 1585 ; Raymonde Crête, « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance » (2004) 45 *Les Cahiers de droit* 409 à la p 445.

[1433] *BCE Inc c Détenteurs de débentures de 1976*, [2008] 3 RCS 560 aux para 73–80 (QL) ; *Computershare Trust Co of Canada v Crystallex International Corp*, 2009 CarswellOnt 7997 au para 73(d)(e) (On SCJ) (WL Can).

[1434] Tamar Frankel, « Fiduciary Law » (1983) 71 *California Law Review* 795 à la p 810.

dépasse le cadre strictement juridique de la relation pour appréhender le contexte de la réalité commerciale dans lequel s'inscrivent les rapports des parties[1435]. Afin de déterminer les attentes raisonnables, le tribunal prête une attention particulière aux actes juridiques tels que les actes de fiducie et les prospectus[1436], les conventions d'actionnaires ou encore tout document de communication écrite[1437]. De même, la nature de la société, à capital fermé ou ouvert, et à la structure de son actionnariat, concentré ou dispersé[1438]. L'analyse du tribunal va plus loin que l'analyse d'actes matériels écrits puisque le tribunal analyse également les rapports existants entre les parties, tels des rapports de nature personnelle, et les pratiques antérieures[1439]. Cependant, rien n'empêche des changements dans les pratiques lorsque ces changements sont motivés pour s'accommoder d'une évolution de la réalité commerciale, et ce à la condition de ne pas porter atteinte aux droits du demandeur[1440].

Après avoir procédé à la détermination de l'existence d'une attente raisonnable, le tribunal devra statuer pour déterminer si le manquement à cette attente raisonnable est constitutif d'un abus ou d'un comportement préjudiciable injuste. Comme le précise l'article 241(2) LCSA, le tribunal doit déterminer si « la société ou l'une des personnes morales de son groupe […] abuse des droits des détenteurs de valeurs mobilières, créanciers, administrateurs ou dirigeants, ou se montre injuste à leur égard en leur portant préjudice ou en ne tenant pas compte de leurs intérêts »[1441]. Compte tenu de la portée générale des termes et des comportements qu'ils peuvent viser, les tribunaux s'appuient sur des considérations factuelles afin d'en définir le sens.

Dans la décision *Arthur v Signum Communications Ltd*[1442], la Cour de justice de

---

[1435] *BCE Inc c Détenteurs de débentures 1976*, [2008] RCS 560 à la p 590, au para 58 ; *Scottish Co-operative Wholesale Society Ltd v Meyer*, [1959] AC 324 à la p 343.

[1436] *BCE Inc c Détenteurs de débentures 1976*, [2008] RCS 560 à la p 579, au para 25.

[1437] *BCE Inc c Détenteurs de débentures 1976*, [2008] RCS 560 à la p 597, aux para 79, 80.

[1438] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 au para 1591 et s.

[1439] *BCE Inc c Détenteurs de débentures 1976*, [2008] RCS 560 à la p 596 aux para 75–76.

[1440] *BCE Inc c Détenteurs de débentures 1976*, [2008] RCS 560 aux pp 596–597, au para 77 ; *820099 Ontario Inc v Harold E. Ballard Ltd*, 1991 CarswellOnt 142 au para 135 (Gen Div) (WL Can).

[1441] Pour la disposition similaire au Québec : art 450 LSA.

[1442] [1991] OJ n° 86 (QL) (Gen Div) ; *Wright v Donald S. Montgomery Holdings Ltd*, 1998 CanLII 14805 au para 26 (On SC), 39 BLR (2d) 266 ; *ADI Ltée v 052987 N.B. Inc*, [2000] AN-B n° 467 (QL) (CA).

l'Ontario a identifié une série d'indices permettant de qualifier l'abus ou le comportement préjudiciable injuste :

> (i) lack of a valid corporate purpose for the transaction;
>
> (ii) failure on the part of the corporation and its controlling shareholders to take reasonable steps to simulate an arm's length transaction;
>
> (iii) lack of good faith on the part of the directors of the corporation;
>
> (iv) discrimination between shareholders with the effect of benefiting the majority shareholder to the exclusion or to the detriment of the minority shareholder;
>
> (v) lack of adequate and appropriate disclosure of material information to the minority shareholders;
>
> (vi) and a plan or design to eliminate the minority shareholder[1443].

Lors de l'élaboration et l'adoption du régime de rémunération de leurs dirigeants, les actionnaires sont en droit d'attendre de la société et du conseil d'administration qu'ils procèdent à une véritable négociation. Dans la mesure où l'adoption d'un contrat de rémunération a pour objectif d'assurer la primauté des intérêts de la société dans la conduite des affaires, les actionnaires ont donc des attentes raisonnables quant au déroulement du processus décisionnel menant à l'adoption du régime. Dès lors, il est raisonnable pour les actionnaires d'exiger des membres du conseil d'administration et du comité de rémunération qu'ils prennent toutes les mesures nécessaires afin de garantir une prise de décision diligente et informée dans l'intérêt de la société[1444]. Ainsi, ne pourrait-il pas être du ressort des attentes raisonnables que la rémunération incitative favorise une gestion à long terme en étant indexée à la fois sur des critères de performance financière et non financière ?

Le recours pour abus n'appréhende pas uniquement les situations où l'intention de nuire, la mauvaise foi, le caractère déraisonnable des actes et des comportements de la société, ou de ses représentants, sont manifestes. En effet, le recours permet également de solliciter l'intervention judiciaire pour les cas où la société agissant en conformité à la loi et aux règlements cause un préjudice injuste au demandeur. Dans la première situation, le

---

[1443] *Arthur v Signum Communications Ltd*, [1991] OJ n° 86 (QL) (Gen Div).
[1444] Voir *infra*.

comportement ou l'acte abusif est celui qui est perçu comme « burdensome, harsh and wrongful » et qui illustre un « visible departure from standards of fair dealing »[1445]. Dans la seconde situation, comme l'a rappelé la Cour suprême dans la décision *BCE*, « la LCSA a ajouté les notions de "préjudice injuste" et d'"omission injuste de tenir compte des intérêts", indiquant ainsi clairement que les actes fautifs qui ne peuvent être qualifiés d'abusifs peuvent néanmoins tomber sous le coup de l'art. 241 »[1446]. Seront donc visées les situations où l'acte contesté est jugé injuste au regard des attentes raisonnables, quand bien même les auteurs ont agi de bonne foi[1447]. Par exemple, il a été jugé, par Cour d'appel de la Colombie-Britannique, que la décision de la direction d'émettre de nouvelles actions était dans l'intérêt de la société eu égard à la précarité de sa situation financière, ce quand bien même elle entraînait une dilution de l'actionnariat et empêchait l'éventuel remplacement du conseil d'administration qui était prévu lors d'une assemblée générale extraordinaire convoquée à la demande d'un actionnaire[1448]. Confirmée par la Cour suprême de Colombie-Britannique, le juge rappelle que le concept d'attentes raisonnables n'implique pas seulement le caractère irraisonnable ou injuste de la décision contestée, mais encore d'en apprécier la teneur au regard du meilleur intérêt de la société. Dès lors, quand bien même la dilution de l'actionnariat, qui intervient juste avant la tenue d'une assemblée visant à démettre le conseil d'administration, est d'apparence oppressive, elle ne doit pas masquer le fait qu'elle est dans l'intérêt de la société[1449]. À ce titre, la déférence judiciaire est donc de mise.

En vertu de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, le tribunal a la possibilité de « modifier les clauses d'une opération ou d'un contrat auxquels la société est partie ou de les

---

[1445] *Scottish Co-Operative Wholesale Society Ltd v Meyer*, [1958] 3 All ER 66, [1959] AC 324 (HL) ; Pour un commentaire de la décision et des propos de Lord Simonds voir Laurence C. B. Gower, « Notes on Cases. Company Law — Oppression of Minorities » (1958) 21 *The Modern Law Review* 653.

[1446] *BCE Inc c Détenteurs de débentures de 1976*, [2008] 3 RCS 560 (QL) au para 93, [2008] ACS no 37.

[1447] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 à la p 728, au para 1625 ; *Carlson Family Trust v MPL Communications Inc*, 2009 ABQB 77 au para 19 ; *Sidaplex-Plastic Suppliers Inc v Elta Group*, (1998) 40 OR (3e) 563 (CA) ; *Brant Investments Ltd v KeepRite Inc*, [1991] 3 OR (3e) 289 (QL) (CA).

[1448] *Harrington Global Opportunities Fund Ltd v Eco Oro Minerals Corp*, 2017 BCCA 224 au para 20 (CanLII).

[1449] *Harrington Global Opportunities Fund Ltd v Eco Oro Minerals Corp*, 2017 BCSC 664 aux para 67–86 (CanLII) (par le juge G.P. Weatherill).

résilier, avec indemnisation de la société ou des autres parties »[1450]. En matière de rémunération, les actionnaires ont la possibilité de contester une rémunération excessive aussi bien en intentant une action oblique qu'un recours en cas d'abus[1451]. Dans la décision *UPM-Kymmene Corp v UPM-Kymmene Miramichi Inc*[1452], le régime de rémunération d'un dirigeant a été annulé à la suite d'un recours en cas d'abus. La Cour supérieure de justice de l'Ontario a considéré que :

> The oppression remedy is available to rectify conduct by directors that amounts to self-dealing at the expense of the corporation or the other shareholder. There is no principled reason that it should not also be available to rectify conduct by a Chairman and directors that saddles a corporation with a huge liability and no corresponding benefit to shareholders[1453].

En l'espèce, le régime de rémunération du dirigeant a été jugé excessif. Tout particulièrement, la Cour a estimé que les administrateurs et le dirigeant avaient manqué à leurs devoirs de diligence, de loyauté et de bonne foi. En effet, en vertu de l'article 120 LCSA, pour qu'un contrat conclu entre le dirigeant et la société soit valide, trois conditions doivent impérativement être respectées : la divulgation des intérêts, l'approbation du conseil d'administration de manière indépendante et informée, et le caractère juste et raisonnable du contrat[1454]. Dans l'affaire *UPM-Kymmene Corp*, la juge Joan Lax a rappelé, à juste titre, que l'objectif de cette disposition est de « mitigate the strictness of the common law principle relating to contracts between a director and a corporation »[1455]. La substance du contrat tout comme la manière dont il a été adopté ont leur importance dans l'appréciation du caractère juste et raisonnable du contrat à l'égard de la société[1456]. Le tribunal évalue, d'une part, le processus décisionnel par lequel les administrateurs ont adopté le régime de rémunération et, d'autre part,

---

[1450] Art 241(3)(h) LCSA.

[1451] Art 239 LCSA ; art 445 LSA.

[1452] *UPM-Kymmene Corp v UPM-Kymmene Miramichi Inc,* (2002) 214 DLR (4e) 496 (On SC), conf par la Cour d'appel, (2004) 183 OAC 310 (On CA).

[1453] *UPM-Kymmene Corp v UPM-Kymmene Miramichi Inc,* (2002) 214 DLR (4e) 496 au para 201 (On SC), conf par la Cour d'appel, (2004) 183 OAC 310 (On CA).

[1454] *UPM-Kymmene Corp v UPM-Kymmene Miramichi Inc,* (2002) 214 DLR (4e) 496 au para 187 (On SC), conf par la Cour d'appel, (2004) 183 OAC 310 (QL) (On CA) ; *Catalyst Fund General Partner I Inc v Hollinger Inc*, (2006) 20 BLR (4e) 249 (QL) au para 33 et s (On SC).

[1455] *UPM-Kymmene Corp v UPM-Kymmene Miramichi Inc,* (2002) 214 DLR (4e) 496 (On SC), conf par la Cour d'appel, (2004) 183 OAC 310 (QL) au para 194 (On CA).

[1456] *Catalyst Fund General Partner I Inc v Hollinger Inc*, (2006) 20 BLR (4e) 249 (QL) au para 34 (On SC).

le caractère équitable et juste dudit régime. Cependant, l'intervention judiciaire n'a pas vocation à déterminer si les administrateurs ont pris une décision parfaite, mais bel et bien une décision raisonnable. En effet, dans l'arrêt *Wise*[1457], la Cour suprême précise que le rôle du tribunal à l'égard de l'acte contesté est de déterminer :

> Si les administrateurs ont pris une décision raisonnable et non pas la meilleure décision. Dès lors que la décision prise conserve un caractère raisonnable, le tribunal ne devrait pas substituer son avis à celui du conseil, même si les événements ultérieurs peuvent avoir jeté le doute sur la décision du conseil. Dans la mesure où les administrateurs ont choisi l'une des diverses solutions raisonnables qui s'offraient, la retenue est de mise à l'égard de la décision du conseil. Cette retenue à l'égard de la décision du conseil est ce qu'on appelle la "règle de l'appréciation commerciale" [soulignement ajouté][1458].

Dans l'arrêt *UPM-Kymmene Corporation v UPM-Kymmene Miramichi Inc*, la Cour a relevé que les administrateurs de la société Repap Inc. avaient manqué d'égards dans l'approbation de la signature d'un contrat accordant à un dirigeant une rémunération exorbitante. Il a été souligné que les administrateurs s'étaient fondés, de manière insuffisante, sur le rapport d'un conseiller externe en rémunération. En première instance et en appel, les juges ont estimé que cela constituait un manquement aux devoirs de prudence et de diligence des administrateurs, et qu'ils ne pouvaient, dès lors, se prévaloir de la règle de l'appréciation commerciale :

> However, directors are only protected to the extent that their actions actually evidence their business judgment. The principle of deference presupposes that directors are scrupulous in their deliberations and demonstrate diligence in arriving at decisions. Courts are entitled to consider the content of their decision and the extent of the information on which it was based and to measure this against the facts as they existed at the time the impugned decision was made. Although Board decisions are not subject to microscopic examination with the perfect vision of hindsight, they are subject to examination[1459].

Sans remettre en cause l'honnêteté et la bonne foi des administrateurs, la Cour a

---

[1457] *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461.

[1458] *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461 à la p 493, au para 65 citant les propos de la juge Weiler de la Cour d'appel de l'Ontario dans *Maple Leaf Foods Inc v Schneider Corp*, (1998), 42 OR (3e) 177 à la p 192 ; Wayne D. Gray, « A Sollicitor's Perspective on Peoples » (2005) 41 *Canadian Business Law Journal* 185 à la p 196.

[1459] *UPM-Kymmene Corp v UPM-Kymmene Miramichi Inc,* (2002) 214 DLR (4e) 496 au para 153 (On SC), conf par la Cour d'appel, (2004) 183 OAC 310 (QL) (On CA) ; Paul Martel, « Les devoirs de loyauté des administrateurs de sociétés par actions fédérales — impact du *Code civil du Québec* » (2008) 42 *Revue juridique Thémis* 149 aux pp 196–197 ; Paul Martel, « Les devoirs de prudence, de diligence et de compétence des administrateurs de sociétés par actions fédérales – impact du *Code civil du Québec* » (2008) 42 *Revue juridique Thémis* 235 aux pp 256–257.

néanmoins relevé une série d'éléments mettant en cause le caractère informé et raisonnable de la décision prise. On a reproché aux administrateurs de n'avoir pas recueilli les renseignements suffisants pour juger raisonnablement du contenu du contrat de rémunération et de ses conséquences financières sur la société, de ne pas avoir pris connaissance des délibérations antérieures et des réserves exprimées par les membres du comité et du conseil, de s'en être remis qu'à l'avis incomplet du conseiller en rémunération, d'avoir eu une connaissance minimale du dirigeant en cause, de n'avoir pas sollicité la présence du conseiller à la réunion du conseil d'administration qui visait à approuver le régime, et d'avoir approuvé hâtivement la signature du contrat[1460].

Une autre affaire impliquant la rémunération octroyée à des dirigeants d'une société en liquidation a connu un dénouement récent dans une décision de la Cour supérieure de l'Ontario *Look Communications v McGoey*[1461]. En 2003, la société Unique Broadband Systems, Inc. (UBS) a acquis une participation majoritaire dans la société Look Communications (Look), qui possédait notamment une licence de radiodiffusion. Le P.-D.G. de UBS et de Look était une même personne, M. Gerald McGoey dont la relation d'emploi était régie initialement par un contrat d'emploi personnel pour devenir ensuite un « management services aggrement ». En vertu de cet accord, McGoey recevait une rémunération annuelle de 2,4 M$. À cette rémunération s'ajoutait celle versée par UBS à la société personnelle de McGoey (Jolian Investment Limited) d'un montant de 360 000 $ US accompagné d'une rémunération à la performance (à la discrétion d'UBS), d'options d'achat d'actions et une prise en charge de ses frais juridiques sauf en cas d'actes fautifs[1462]. À la suite de difficultés financières, Look a entrepris de céder ses actifs, dont sa licence de radiodiffusion pour la somme de 80 M$ à la société Inukshuk. Cette vente de la quasi-totalité des actifs a enclenché le paiement de la rémunération liée aux droits à la plus-value d'actions détenus par certains dirigeants et

---

[1460] *UPM-Kymmene Corp v UPM-Kymmene Miramichi Inc*, [2002] OJ n 2412 (QL) aux para 124–151 (SC), conf par [2004] OJ n 636 (QL) (CA) ; Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 à la p 737, au para 1650 ; Raymonde Crête, « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance » (2004) 45 *Les Cahiers de droit* 409 à la p 454.

[1461] *Look Communications v McGoey*, 2017 ONSC 2165 (CanLII), voir également *969625 Ontario Ltd v Goldstone Resources Inc*, 2017 ONSC 879 (CanLII) (par le juge A. Duncan Grace).

[1462] *Unique Broadband Systems, Inc (Re)*, 2014 ONCA 538 (CanLII) au para 92 (« fraud, embezzlement, or misappropriation or other act which constitutes 'cause' at common law »).

administrateurs de Look, dont McGoey. Ces droits furent par la suite mus, sur décision des comités de rémunération, en indemnités équivalant à 40 cents par droit.

C'est dans ce contexte que les contestations judiciaires se sont formées. En effet, suite à une contestation de certains actionnaires, le conseil d'administration n'a pas été reconduit et McGoey a dû démissionner. Jugeant qu'un tel événement enclenchait le paiement de son parachute doré et face au refus d'UBS de procéder à son versement, McGoey a engagé une action en justice. En première instance comme en appel, les juges ont considéré que les versements des indemnités liés aux droits à la plus-value d'actions n'avaient pas fait l'objet d'une détermination objective puisqu'elle reflétait une valeur injustifiée et irréaliste puisque :

> [T]he recipients' awards were not dependant on an increase in the share price, the awards would be granted regardless of the trading price of the shares. This removal of the uncertainty was to the benefit of the recipients and was of no benefit to the corporation [soulignement ajouté][1463].

Par ailleurs, alors les détenteurs aux droits aux plus-values d'actions siégeaient sur les comités de rémunération et qu'ils avaient divulgué leurs intérêts, la Cour a considéré qu'ils n'étaient pas dispensés du respect de leurs obligations fiduciaires. En ce qui concerne l'indemnité de départ, la Cour d'appel a pris le contrepied de la Cour supérieure en annulant la prime au motif que :

> The UBS Board did not seek or receive any expert advice on an appropriate bonus structure. Nor did they have any comparable or other data regarding executive compensation in the marketplace.
>
> There was no documentation that stipulated the performance factors or criteria by which Mr. McGoey's performance would be evaluated [soulignement ajouté][1464].

La dernière action judiciaire impliquant la rémunération de McGoey a été réglée le 1er juin 2017. La société Look a engagé une action en restitution d'une somme de plus de 5,5 M$ versée à McGoey à titre de rémunération et de frais juridiques[1465]. Pour étayer son argumentation, la juge a estimé que la valeur établie des actions pour le paiement des indemnités

---

[1463] *Unique Broadband Systems, Inc (Re)*, 2014 ONCA 538 (CanLII) au para 57.
[1464] *Unique Broadband Systems, Inc (Re)*, 2014 ONCA 538 (CanLII) au para 59.
[1465] *Look Communications v McGoey*, 2017 ONSC 2165 (CanLII).

et d'une prime témoignait d'une méconnaissance des meilleurs intérêts de la société au profit des dirigeants et des administrateurs au-delà du champ des alternatives raisonnables[1466]. Il ressort de cette décision que le manque d'indépendance des administrateurs, de l'expertise sollicitée ainsi que la divulgation incorrecte aux actionnaires sont des indices du non-respect de l'obligation fiduciaire de bonne foi du conseil d'administration de la société[1467].

L'action oblique est donc engagée au nom et pour le compte de la société. Elle autorise le demandeur à l'action à poursuivre au nom de la société afin de contraindre les dirigeants et les administrateurs à respecter leurs obligations à l'égard de la société[1468]. Par contre, dans le cadre du recours pour abus, c'est l'atteinte directe aux intérêts directs du demandeur qui fonde son droit à l'action. Mais, les actionnaires n'ont aucun droit à l'action pour un tort causé à la société ou pour les pertes subies par elle, dès lors, il leur appartient d'intenter une action oblique pour le compte de la société[1469]. Alors que l'action oblique a pour objet d'assurer la protection d'un droit de la société, le recours pour abus permet de réparer toute atteinte, par des membres de la société, aux intérêts en droit ou en équité de parties prenantes, telles que les créanciers, les détenteurs de valeurs mobilières, les administrateurs et les dirigeants[1470]. Cependant, l'action oblique et le recours pour abus ne sont pas mutuellement exclusifs puisqu'il est possible que les deux actions se « chevauchent » dans des situations où un tort est à la fois causé à la société et à ses parties prenantes en leur qualité proprement dite[1471].

Les différents éléments que nous avons énoncés ci-dessus conditionnent la raison d'être et le fondement à l'intervention judiciaire en matière de rémunération. L'équité procédurale dans l'évaluation du respect des devoirs fiduciaires des administrateurs et l'équité matérielle

---

[1466] *Look Communications v McGoey*, 2017 ONSC 2165 (CanLII) aux para 82–84.

[1467] *Look Communications v McGoey*, 2017 ONSC 2165 (CanLII) aux para 86–89.

[1468] *BCE Inc c Détenteurs de débentures 1976*, [2008] RCS 560 à la p 586, aux para 41–43.

[1469] *Meditrust Healthcare Inc v Shoppers Drug Mart*, 2002 CanLII 41710 (ON CA) au para 12 ; *Harris v Leikin Group Inc*, 2014 ONCA 479 (CanLII) au para 73 ; *Mario Mottillo v O.E. Canada Inc et al*, 2017 ONSC 3557 (CanLII) au para 58 ; *Rea v Wildeboer*, 2015 ONCA 373 (CanLII) au para 15.

[1470] *BCE Inc c Détenteurs de débentures 1976*, [2008] RCS 560 à la p 586, aux para 45.

[1471] *The Investment Administration Solutions Inc v Pro-Financial Asset Management Inc*, 2018 ONSC 1220 (CanLII) aux para 82–83 ; *Ernst & Young Inc v Essar Global Fund Ltd*, 2017 ONSC 1366 (CanLII) au para 131 ; *Rea v Wildeboer*, 2015 ONCA 373 (CanLII) au para 17 ; *Malata Group (HK) Limited v Jung*, 2008 ONCA 111 (CanLII) aux para 20, 27, 30–31.

dans l'appréciation du caractère équitable et raisonnable de la transaction contestée sont, par conséquent, primordiales et interdépendantes[1472].

Paragraphe 3. — Le recours en contravention de l'article 120 LCSA

La *Loi canadienne sur les sociétés par actions* permet à la société ou à tout actionnaire de contester les contrats ou les opérations conclus entre un administrateur ou un dirigeant et la société[1473]. En vertu du régime d'obligations fiduciaires, les administrateurs et dirigeants doivent agir « avec intégrité et de bonne foi au mieux des intérêts de la société »[1474]. Par conséquent, les dirigeants ne doivent pas se placer en situation de conflit d'intérêts avec la société[1475].

La législation québécoise aux articles 122 et 123 LSA impose une obligation de divulgation plus exigeante puisque, contrairement à la législation canadienne, elle n'impose aucun seuil de matérialité au regard du contrat, de l'opération ou de l'intérêt en cause[1476]. Selon l'article 120(7) LCSA, la validité d'un contrat conclu entre un administrateur ou un dirigeant et la société est soumise au respect de trois conditions :

> a) l'administrateur ou le dirigeant a communiqué son intérêt conformément aux paragraphes (1) à (6) ;
>
> b) les administrateurs de la société ont approuvé le contrat ou l'opération ;
>
> c) au moment de son approbation, <u>le contrat ou l'opération était équitable pour la société</u> [soulignement ajouté][1477].

En vertu de cette disposition, les administrateurs et les dirigeants doivent divulguer au conseil d'administration la nature et l'étendue de leur intérêt à « un contrat ou une opération

---

[1472] Raymonde Crête, « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance » (2004) 45 *Les Cahiers de droit* 409 à la p 449 ; Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 à la p 738, au para 1653.

[1473] Sur la divulgation d'intérêt dans la *Loi sur les sociétés par actions* au Québec arts 122 et 123 LSA (à noter, que la loi ne fait pas n'envisage pas le caractère équitable du contrat ou de l'opération contestée).

[1474] Art 122(1)(a) LCSA.

[1475] Barry J. Reiter, *Directors' Duties in Canada*, 3e éd, Toronto, CCH Canadian Limited, 2006 à la p 101.

[1476] Art 122 LCSA : « contrat ou opération <u>d'importance</u> » et « un intérêt <u>important</u> dans une partie au contrat ou à l'opération » [soulignement ajouté].

[1477] Art 120(7) LCSA.

d'importance avec la société »[1478]. Cette obligation de divulgation permet aux actionnaires d'obtenir de l'information pertinente quant à l'implication du dirigeant ou de l'administrateur dans une convention ou une transaction avec la société[1479]. L'exigence de divulgation de conflit d'intérêts accroît la transparence du processus décisionnel dans les situations où l'intérêt personnel du dirigeant ou de l'administrateur peut entraver l'exécution de sa mission dans l'intérêt de la société[1480]. Cette obligation de communication des intérêts requiert une divulgation suffisante, l'approbation ou la confirmation par une résolution spéciale des actionnaires et le caractère équitable de l'opération[1481]. Dès lors, si ces conditions ne sont pas respectées, la société ou tout actionnaire peut demander au tribunal l'annulation du contrat ou de l'opération et contraindre le dirigeant ou l'administrateur à rendre compte à la société de tout bénéfice qu'il a tiré[1482].

Si l'article 120 LCSA vise les contrats ou les opérations « d'importance », la loi n'en définit pas le sens. Toutefois, au regard de la jurisprudence relative à la notion équivalente en langue anglaise de « material contract » ou de « material transaction », on considère qu'est visé tout accord dont l'intérêt sur lequel il repose est d'importance substantielle pour la société[1483]. Le terme « material » a une portée étendue :

> It denotes a financial interest, but to be material it must be more than insignificant. It is a question of fact in each case. The term would include a material beneficial interest, possibly it would even include an interest in which an individual could exercise discretion or control over sufficient shares so as to affect the financial outcome of a company [soulignement ajouté][1484].

Si les intérêts de nature pécuniaire ne soulèvent pas de difficulté quant à l'appréciation

---

[1478] Art 120(1) LCSA.

[1479] Art 120(6.1) LCSA.

[1480] Janis Sarra, « Shareholders as Winners and Losers under the Amended Canada Business Corporations Act » (2003) 39 *Canadian Business Law Journal* 52 à la p 87.

[1481] Art 120(7.1) LCSA.

[1482] Art 120(8) LCSA ; Janis Sarra, « The Corporation as Symphony: Are Shareholders First Violin or Second Fiddle? » (2003) 36 *University of British Columbia* 403 à la p 435.

[1483] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 au para 1088 ; Paul Martel, « Les devoirs de loyauté des administrateurs de sociétés par actions fédérales — impact du Code civil du Québec » (2001) 61 *Revue du Barreau* 323 à la p 367.

[1484] *Dimo Holdings Ltd v H. Jager Developments Inc*, 1998 CarswellAlta 583 au para 11 (QB) (WL Can).

du caractère important de l'accord pour la société, il en va tout autrement pour les intérêts de nature non pécuniaire. Ainsi, la notion d'intérêt important (« material interest ») appréhende également la dimension relationnelle de l'accord ou de la transaction en cause. Ainsi, la capacité du dirigeant ou de l'administrateur à peser sur le processus de négociation du contrat pour son compte ou au profit d'une autre personne, avec laquelle il entretient une relation personnelle ou professionnelle, est de nature à dénoter un intérêt important[1485]. Dans ces conditions comme l'écrit le professeur Bruce Welling : « [a]ny personal relationship or monetary interest he may have in the other side that might be thought to be an inhibiting factor is a material interest if disclosure of the relationship or interest might be relevant to the corporate decision whether to involve the particular manager in the negotiations »[1486].

Au-delà des conditions de validité relatives à la divulgation d'intérêt et à l'approbation de l'accord, c'est sur le caractère équitable du contrat de rémunération du dirigeant que repose l'enjeu d'un recours en contravention de l'article 120(7) LCSA. Dans l'affaire *UPM-Kymmene Corporation v UPM-Kymmene Miramichi Inc*[1487], la juge Joan Lax a procédé à l'examen de la validité du contrat de rémunération du dirigeant en s'interrogeant sur le caractère équitable de celle-ci[1488]. L'exigence posée par l'article 120(7)(c) permet ainsi de remettre en cause la validité d'un contrat qui illustrerait manifestement le favoritisme ou « *la complaisance mutuelle des administrateurs* qui auraient pu autrement consentir facilement à approuver, à charge de réciprocité, les contrats passés par chacun d'eux avec la corporation » [nos italiques][1489]. Dans la décision *Repap*, la Cour s'est fondée à la fois sur des circonstances d'équité matérielle et

---

[1485] *The York and North Midland Railway Company v Hudson* (1853), 16 Beav 485, 51 ER 866, citée par *Charles Baker Limited v Baker and Baker*, [1954] OR n 418 (QL) (On CA) ; *McAteer v DevonCroft Development Ltd*, 2001 CarswellAlta 1694 au para 310 (WL Can).

[1486] Bruce Welling, *Corporate Law in Canada. The Governing Principles*, 2e éd, London, Scribblers Publishing, 1991 à la p 453.

[1487] *UPM-Kymmene Corp v UPM-Kymmene Miramichi Inc* 2006 CarswellOnt 13, 12 BLR (4th) 189 (On SC), conf par la Cour d'appel, 2004 CarswellOnt 691, [2004] OJ No 636 (On CA) (WL Can).

[1488] *UPM-Kymmene Corp v UPM-Kymmene Miramichi Inc* 2006 CarswellOnt 13 aux para 191–202, 12 BLR (4th) 189 (On SC), conf par la Cour d'appel, 2004 CarswellOnt 691, [2004] OJ No 636 (On CA) (WL Can).

[1489] Robert W.V. Dickerson, John L. Howard et Leon Getz, *Propositions pour un nouveau droit des corporations commerciales canadiennes (« Rapport Dickerson »)*, vol 1, Ottawa, Information Canada, 1971 à la p 88, au para 288 ; Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 au para 1017.

procédurale pour annuler le contrat de rémunération contesté. Dans la décision *Rooney v Cree Lake Resources Corp*[1490], la Cour de justice de l'Ontario a eu à juger de la validité d'une clause parachute du contrat de rémunération d'un dirigeant en s'appuyant principalement sur des considérations d'équité matérielle[1491]. En l'espèce, le juge a considéré que la clause, dont l'exécution pouvait résulter au versement d'une rémunération équivalente à 70 % des actifs de la société, était inéquitable et contraire au meilleur intérêt de la société[1492]. Parmi les circonstances ayant permis d'étayer sa position, le juge Arthur P. Dilks a souligné qu'une telle clause illustrait clairement la volonté des membres de la direction et du conseil d'administration de rendre leur destitution coûteuse et difficile pour la société[1493]. Outre l'intérêt de la société, c'est le respect de l'intégrité du droit des actionnaires d'élire et de révoquer leurs représentants qui sert à apprécier l'équité du contrat en cause. Effectivement, le caractère exorbitant de ce « parachute doré » était tel qu'il portait atteinte à la prérogative essentielle des actionnaires de révoquer les administrateurs et dirigeants dont ils n'étaient pas satisfaits :

> If <u>such a provision prevents dissatisfied shareholders from exercising their right to effect a legitimate ouster</u> of what they consider to be incompetent or inappropriate management, then surely <u>it is neither reasonable nor fair to the corporation</u>, for it is the shareholders and not the directors who own the corporation [soulignement ajouté][1494].

Dans la décision *UPM-Kymmene Corporation*, le juge a eu recours au « fairness test » développé par la décision de la Cour suprême du Delaware *Weinberger v UOP, Inc*[1495]. Le juge Moore précise que la notion de « fairness » repose sur deux concepts : « fair dealing and fair price » (équité procédurale et équité matérielle)[1496]. S'agissant des considérations relatives à l'équité procédurale, les tribunaux s'intéressent à la manière dont la transaction a été initiée,

---

[1490] *Rooney v Cree Lake Resources Corp*, [1998] OJ n 3077 (Gen Div) (QL).

[1491] Raymonde Crête, « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance » (2004) 45 *Les Cahiers de droit* 409 à la p 458.

[1492] *Rooney v Cree Lake Resources Corp*, 1998 CarswellOnt 3059 au para 56, [1998] OJ No 3077 (Gen Div) (WL Can).

[1493] *Rooney v Cree Lake Resources Corp*, 1998 CarswellOnt 3059 au para 56, [1998] OJ No 3077 (Gen Div) (WL Can).

[1494] *Rooney v Cree Lake Resources Corp*, 1998 CarswellOnt 3059 au para 54, [1998] OJ No 3077 (Gen Div) (WL Can).

[1495] *Weinberger v UOP, Inc*, 426 A (2d) 1333 (Del Ch 1981).

[1496] *Weinberger v UOP, Inc*, 426 A (2d) 1333 à la p 711 (Del Ch 1981).

structurée, négociée, divulguée et approuvée par les administrateurs. Une attention particulière est accordée à l'indépendance des administrateurs, à la mise en place de comités spécialisés et au recours à des conseillers indépendants[1497]. Quant à l'équité matérielle, le tribunal prend en considération les conséquences économiques et sociales du contrat de rémunération. Compte tenu des difficultés liées à l'appréciation du caractère équitable sur le fondement de l'équité matérielle, les considérations relatives à l'équité procédurale facilitent l'évaluation du caractère équitable de la rémunération. En effet, l'évaluation devient plus complexe dès lors qu'il s'agit de prendre en compte des éléments relatifs à la taille et au rendement de la société, à la comparaison des pratiques de rémunération dans des entreprises similaires, à l'expérience et aux compétences du dirigeant, à son talent et à sa réputation, etc. Tout comme il est difficile d'évaluer l'impact de la personne du dirigeant et de son expertise sur la performance financière de la société, il est tout aussi hasardeux de tenter d'en corréler la rémunération avec les tâches exercées par le dirigeant[1498]. Par conséquent, en l'absence d'éléments de comparaison clairement identifiables et transparents, l'analyse sous l'angle de l'équité procédurale s'avère plus aisée et donc plus appropriée.

CONCLUSION

Le contrôle de la rémunération est constitué d'un double volet : un contrôle *ex ante* à la charge du conseil d'administration et un contrôle *ex post* opéré par le juge à la demande de l'actionnaire. Dans sa dimension *ex ante*, le fonctionnement de l'organe de gestion et de ses membres est central au processus d'élaboration et d'adoption du régime de rémunération du dirigeant. Les modalités du contrôle sollicitent à la fois la fonction disciplinaire et la fonction stratégique du conseil d'administration de la société. D'une part, le conseil et les administrateurs agissent comme garde-fous pour la protection et la représentation des intérêts de la société. Sans pour autant s'immiscer dans la gestion opérée par le dirigeant, les administrateurs doivent assurer la conformité des décisions prises au regard de règles formelles et informelles.

[1497] *Gesoff v IIC Industries, Inc*, 902 A (2d) 1130 (Del Ch 2006) aux pp 1130–1132 ; Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 au para 1017.

[1498] Raymonde Crête, « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance » (2004) 45 *Les Cahiers de droit* 409 à la p 461 ; Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 au para 1017.

L'efficacité du conseil dans l'exercice de cette fonction implique entre autres des exigences relatives à l'indépendance, à la divulgation de conflit d'intérêts, au non-cumul des fonctions, au nombre d'administrateurs, etc. D'autre part, le conseil et ses membres contribuent à la prise de décision en apportant des ressources cognitives et stratégiques. Ces ressources sont particulièrement significatives dans leur offre de conseils et de services au dirigeant, au maintien de relations pérennes avec les parties prenantes et à la bonne réputation de l'entreprise.

L'organisation du travail et le fonctionnement dualiste du conseil d'administration impliquent le respect d'un certain équilibre entre le rôle disciplinaire et le rôle stratégique. À cette fin, nous formulons des propositions pour assurer l'exercice effectif de chacun d'eux. En particulier, celles relatives au rôle du comité de rémunération et au recours à des conseillers en rémunération méritent que l'on y prête attention. En substance, nous voyons ici une certaine dilution de la prérogative du contrôle opéré par le conseil dans la mesure où cette pratique répandue façonne largement la structure des régimes de rémunération des dirigeants de sociétés par actions. Dans cette perspective, un encadrement des conduites des conseillers semble opportun. Et à la question du type d'encadrement, la formulation de normes de conduite s'avérerait satisfaisante, ne serait-ce que minimalement.

Le contrôle *ex post* de la rémunération sollicite le rôle disciplinaire de l'actionnaire pour contester un acte ou une décision de la haute direction qui porte atteinte aux intérêts de la société, comme en matière de rémunération. La législation en droit des sociétés met à la disposition des actionnaires des recours judiciaires qui offrent aux tribunaux l'opportunité d'expliciter les normes de comportements exemplaires attendues des dirigeants et administrateurs. À la lumière de nos propos précédents sur le rôle du principe fiduciaire en droit des sociétés, les recours judiciaires, notamment à l'encontre de la rémunération, sustentent indubitablement des normes extra-légales pour la régulation du comportement des acteurs dans le jeu corporatif.

CHAPITRE 6. — LE POUVOIR DÉCISIONNEL DES ACTIONNAIRES

INTRODUCTION

L'efficacité de la structure de gouvernance des sociétés par actions repose sur le maintien d'un équilibre entre le pouvoir des dirigeants et celui des actionnaires. Dans la mesure où le comportement des dirigeants fait l'objet d'un encadrement réglementaire et judiciaire limité, il est impératif que soit assurée leur imputabilité à l'égard des actionnaires. C'est dire qu'il est nécessaire que les actionnaires aient à leur disposition des moyens pour contrôler, voire pour influencer substantiellement, le comportement des dirigeants.

La structure de gouvernance de la société par actions, tout comme les conduites de ses membres, est définie en lien avec l'objectif général de maximisation de la valeur de la société. La promotion et la sauvegarde de ce principe s'appuient sur deux exigences : la première vise à assurer une incitation et un contrôle adéquat des dirigeants, et la seconde à maintenir l'équilibre des pouvoirs entre la direction et les actionnaires de la société. Premièrement, l'enjeu est de limiter la domination du dirigeant en lui imposant des devoirs strictement définis et en maintenant un pouvoir de contrôle du conseil d'administration, notamment par la création d'un comité de rémunération et la nomination d'administrateurs indépendants. Deuxièmement, l'enjeu est de renforcer la primauté reconnue aux intérêts des actionnaires par l'exercice et la protection de leur prérogative fondamentale, le droit de vote. La mise en place d'un régime de rémunération optimal repose sur une série de prescriptions distinctes selon qu'elles se rapportent au contrat de rémunération, à la décision prise par les administrateurs ou à la consultation par le vote des actionnaires. Par voie de conséquence, si l'objectif du droit des sociétés est d'offrir des mécanismes de gouvernance efficients, cette efficience vise l'interaction de l'ensemble de ces mécanismes.

Nos deux précédents chapitres sur la structure de la rémunération et son contrôle témoignent des enjeux qui sont attachés à l'élaboration du contrat de rémunération, à la prise de décision par les administrateurs et à sa contestation judiciaire. S'il est une chose qui est indispensable au fonctionnement des sociétés par actions, c'est la discrétion dont disposent les dirigeants et les administrateurs dans la gestion des affaires et dans l'exercice de leurs

prérogatives, comme en témoignent les illustrations prétoriennes de la règle du jugement d'affaires et des obligations fiduciaires. Néanmoins, la discrétion accordée au dirigeant de la société par actions fait l'objet d'un aménagement contractuel, quand bien même imparfait, au travers de son contrat de rémunération. En effet, la relation contractuelle entre le dirigeant et la société s'articule autour de l'objectif commun de maximisation de la valeur sans pour autant prescrire les stratégies admises ou non pour y parvenir, exception faite de celles peu nombreuses qui sont sanctionnées par la loi ou par le juge.

Comme nous l'avons abordé dans notre troisième chapitre, la relation contractuelle du dirigeant avec la société requiert la mise en place d'une éthique propre où la confiance et la loyauté sont des normes de conduite indispensables à leur interaction fonctionnelle. Logiquement, nous avons identifié dans notre quatrième chapitre la finalité psychologique et à long terme qui doit être promue au travers des incitatifs sélectionnés par le contrat de rémunération afin d'orienter la conduite du dirigeant en ce sens.

Le débat relatif à la rémunération des dirigeants et à l'aléa moral qui l'entoure interpelle nécessairement une ou des réponses en termes de légitimité. Ainsi, les critiques liées aux régimes de rémunération, qu'ils soient jugés exorbitants, excessifs ou abusifs, n'interrogent ultimement que la légitimité des procédés contractuels employés et des procédures décisionnelles déployées pour les adopter. L'accord de volonté sur le contrat n'intervient qu'à la fin d'un processus de délibération rationnelle, en ce sens, la procédure reçoit une attention particulière. La décision de contracter ou non formalise le dénouement d'un processus délibératif afin de déterminer un choix, le choix de contracter et le choix du contractant. Dans cette perspective, le contrat de rémunération consiste à prendre une décision : choisir un dirigeant et fixer sa rémunération. D'une part, conférer une légitimité procédurale à la décision en matière de rémunération vise à déterminer son acceptabilité. D'autre part, échapper à la tentation de l'arbitraire oblige alors à offrir un procédé permettant de la discuter, aussi bien par ses auteurs que par son destinataire. Quand bien même les actionnaires ne consentent pas directement à la décision, ils y participent. Ainsi, le droit à l'information et le droit à la participation favorisent l'implication des actionnaires dans le processus décisionnel en matière de rémunération. Qui plus est, il s'agit d'établir un véritable processus rationnel de prise de décision. C'est dire que la décision est le résultat d'un processus complexe d'interactions

largement déterminé par les structures au sein desquelles il se déroule et les positions de chacun des participants.

Si l'exercice de la prérogative actionnariale témoigne d'un enjeu de pouvoirs entre la direction et les actionnaires de la société, elle cristallise également une lutte de pouvoirs au sein de la classe actionnariale. En effet, au conflit d'agence classique qui oppose le dirigeant à la société s'appose un autre conflit d'agence entre les actionnaires majoritaires et minoritaires. Par conséquent, si l'accaparement du processus décisionnel et électif par la direction de la société fait craindre des abus de pouvoir, la répartition du pouvoir entre les actionnaires est toute aussi critique pour la préservation du principe d'égalité entre actionnaires. En ce sens, les mécanismes formels du vote doivent veiller à assurer une représentativité idoine des intérêts en présence, quand bien même ils sont minoritaires.

Nous avons déjà formulé en partie une réponse sur le plan contractuel et décisionnel en traitant aussi bien du contrat de rémunération que de la prise de décision par les administrateurs. Néanmoins, un élément essentiel est manquant quand on évoque la légitimité de la décision relative à la rémunération : quelle est la place dévolue aux actionnaires dans le processus décisionnel ? L'objet du présent chapitre est l'exercice du pouvoir décisionnel par les actionnaires, notamment dans sa forme la plus directe : le vote. Autrement dit, les exigences procédurales relatives à la prise de décision et à la participation actionnariale suffisent-elles à légitimer le contrat de rémunération adopté par le conseil d'administration ?

SECTION 1. — L'ALLOCATION DU POUVOIR DANS LA SOCIÉTÉ

La gouvernance des sociétés par actions permet d'aménager les rapports entre des intervenants aux intérêts contradictoires en vue de la réalisation d'un objectif commun. La séparation entre la propriété et le contrôle du capital fait naître des enjeux de pouvoirs entre la direction et les actionnaires. En conséquence, le droit des sociétés alloue les responsabilités et organise la distribution du pouvoir afin d'encourager son exercice dans l'intérêt de la société.

Sous-section 1. — Le pouvoir comme prérogative de l'actionnaire

Par nature, la société par actions doit être gouvernée dans l'intérêt de ses actionnaires. À ce titre, l'actionnaire a un statut privilégié au sein de la société et dispose d'un pouvoir qui

oscille entre une logique de contrôle et une logique de participation.

Paragraphe 1. — Le pouvoir résiduel de l'actionnaire

Les recherches menées à la croisée du droit, de l'économie et de la finance se sont appuyées sur une justification commune à l'existence de la firme comme étant un moyen de suppléer à l'incomplétude contractuelle et de pallier l'opportunisme des agents économiques. Dans cet environnement incertain et complexe, la mise en place d'une structure de gouvernance doit permettre une coordination optimale des rapports des agents économiques en assurant le contrôle de leurs comportements et des conséquences de leurs actions. De plus, en situation d'imprévision, une structure efficiente de gouvernance permet d'allouer le pouvoir décisionnel à la partie qui a le plus à perdre.

En analyse économique du droit, les actionnaires assument une double fonction, celle d'apporteur de capital et celle d'assomption du risque. À ce titre, ils sont présentés comme étant ceux qui ont le plus à perdre et sont donc érigés en créanciers résiduels de la société. Par ailleurs, la séparation de la propriété et de la direction de la firme, la libre cessibilité des titres ainsi que l'absence d'incitation pour la gestion des sociétés, ont contribué à faire assumer aux dirigeants et aux administrateurs le pouvoir résiduel de contrôle des actionnaires. Du point de vue juridique, ils ne conservent ultimement qu'un droit de vendre leurs titres, de voter certaines des décisions prises par la direction, et de poursuivre en justice leurs représentants. Quant à eux, les dirigeants procurent la hiérarchie et le contrôle centralisé des actifs nécessaires à la direction de la société par actions[1499]. Cette conception de l'entreprise moderne identifie les actionnaires comme les créanciers résiduels[1500], statut qui leur confère des droits analogues à des droits de

---

[1499] Robert B. Thompson et D. Gordon Smith, « Toward a New Theory of the Shareholder Role: "Sacred Space" in Corporate Takeovers » (2001) 80 *Texas Law Review* 261 à la p 263.

[1500] Oliver Hart et John Moore, « Property Rights and the Nature of the Firm » (1990) 98 *Journal of Political Economy* 1119 à la p 1121 (« We suppose that the sole right possessed by the owner of an asset is his ability to exclude others from the use of that asset ». […] [This is] leads to the intuitive conclusion that a person will have more "control" over a asset's workers if he employs them […] ») ; Margaret M. Blair et Lynn A. Stout, « A Team Production Theory of Corporate Law » (1999) 85 *Virginia Law Review* 247 à la p 263 (« The shareholder/owners at the top of the pyramid have been understood to be the residual claimants to all profits left over after all the corporations' contractual obligations have been met, the model has been used to argue that directors should run the firm for the sole purpose of maximizing the shareholders' interests ») ; Eugene F. Fama et Michael C. Jensen,

propriété que sont le droit de vote et les devoirs fiduciaires[1501].

L'approche contractuelle de la firme s'appuie sur une analyse en termes d'allocation de ressources et d'optimalité. Pour chacune des théories qui s'y rattachent, la société est un mode de coordination interne dont l'efficience est fonction des caractéristiques des transactions ou des comportements des contractants (théorie des coûts de transactions), de la répartition des droits de propriété et du pouvoir (théorie des droits de propriété) ou encore d'asymétrie d'information et d'incitation (théorie de l'agence et des contrats incomplets)[1502]. Notons que bien qu'elles intègrent les hypothèses des contrats incomplets, d'opportunisme et de rationalité limitée, ces hypothèses comportementales n'y ont pas la même importance.

Dans la théorie néoclassique, la firme est présentée principalement comme le moyen de réaliser des économies d'échelle dans la production de biens et de services[1503]. La firme a une fonction de production à laquelle est associé un objectif de maximisation des profits[1504]. Afin de satisfaire cet objectif, la firme doit adopter les stratégies dictées par le marché au risque de périr. Sous cet angle, la théorie des prix est la seule exigence pour une théorie de la firme[1505]. Par conséquent, la théorie néoclassique n'offre pas une compréhension des processus décisionnels et des arrangements organisationnels qui prennent forme au sein de la firme. La firme y est simplement représentée comme une « black box », où sont ignorés les conflits entre actionnaires et dirigeants, et où le seul rôle des dirigeants est de choisir un ensemble d'intrants et d'extrants qui maximise les profits de la firme[1506].

« Agency Problems and Residual Claims » (1983) 26 *The Journal of Law and Economics* 327 aux pp 328–331.

[1501] G. Mitu Gulati, Willaim A. Klein et Eric M. Zolt, « Connected Contracts » (2000) 47 *University of California Law Review* 887 à la p 892.

[1502] Magali Chaudey, *Analyse économique de la firme*, Paris, Armand Colin, 2014 aux pp 223–224.

[1503] Thomas Ulen, « The Coasean Firm in Law and Economics » (1993) 18 *The Journal of Corporation Law* 301 aux pp 302–303.

[1504] Oliver E. Williamson, *The Mechanism of Governance*, New York, Oxford University Press, 1996 à la p 365.

[1505] Harold Demsetz, « The Theory of the Firm Revisited » (1988) 4 *Journal of Law, Economics, and Organization* 141 à la p 143 ; Robert B. Thompson et D. Gordon Smith, « Toward a New Theory of the Shareholder Role: "Sacred Space" in Corporate Takeovers » (2001) 80 *Texas Law Review* 261 à la p 266.

[1506] Ronald H. Coase, « The Institutional Structure of Production » (1992) 82 *The American Economic Review* 713 à la p 714 ; Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 aux pp 306–307 ; Richard N. Langlois, « Contract, Competition, and Efficiency » (1989) 55 *Brooklyn Law Review* 831 à la p 834 ; Manuel A. Utset,

Rappelons que ce sont les travaux de Ronald Coase sur la nature de la firme qui ont été le point de départ à l'interrogation qui visait à déterminer pourquoi l'activité économique était tantôt organisée au sein d'entreprises et tantôt gouvernée par le mécanisme de marché[1507]. Selon lui, la firme est une alternative à la coordination des activités économiques sur le marché. En posant le problème en termes de coûts de transactions, il soutient que les différences de coûts de transactions entre les marchés et les hiérarchies sont responsables de la décision de recourir aux marchés pour certaines transactions et aux formes d'organisations hiérarchiques pour d'autres[1508]. À ce propos, il écrivait en 1937 que :

> Outside the firm, price movements direct production, which is co-ordinated through a series of exchange transactions on the market. Within a firm these market transactions are eliminated, and in place of the complicated market structure with exchange transactions is substituted the entrepreneur-co-ordinator, who directs production. It is clear that these are alternative methods of co-ordinating production. Yet, having regard to the fact that, if production is regulated by price movements, production could be carried on without any organization at all, well might we ask, <u>why is there any organization?</u> [soulignement ajouté][1509].

Les hypothèses présentées par Coase sont à l'origine du dépassement théorique de la firme néoclassique. De la théorie des coûts de transactions à la théorie des droits de propriété et des contrats incomplets, en passant ultimement par la théorie de l'agence, la vision contemporaine de la firme s'inscrit dans une perspective largement contractuelle[1510]. Précédemment, nous avons rappelé que la vision contractuelle de la firme a consacré ses développements à l'élaboration des contrats, à leur mise en œuvre effective et à leurs coûts. Ces développements s'articulent essentiellement autour de deux axes. Un premier axe vise l'efficience de la coordination des individus par les contrats, laquelle est notamment affectée par les asymétries d'informations. Le second axe vise à choisir la structure et les mécanismes de gouvernance les mieux adaptés à l'interaction fonctionnelle entre différents intervenants[1511].

« Towards a Bargaining Theory of the Firm » (1995) 80 *Cornell Law Review* 540 à la p 551.

[1507] Ronald H. Coase, « The Nature of the Firm » (1937) 4 *Economica* 386.

[1508] Ronald H. Coase, « The Nature of the Firm » (1937) 4 *Economica* 386 à la p 388 et s.

[1509] Ronald H. Coase, « The Nature of the Firm » (1937) 4 *Economica* 386 à la p 388.

[1510] L'approche contractuelle de la firme constitue le paradigme dominant en économie. Néanmoins, des théories évolutionnistes de la firme, bien que complémentaires au courant contractuel, se fonde sur des postulats différents.

[1511] Benjamin Coriat et Olivier Weinstein, « Les théories de la firme entre "contrats" et "compétences" » (2010)

Sous l'angle de l'approche contractuelle, l'entreprise produit des gains d'efficacité par rapport aux transactions opérées sur le marché, soit en économisant sur les coûts de transactions, soit en maximisant la production[1512]. Selon le paradigme dominant, la firme est un réseau de contrats qui permet le maintien de rapports égalitaires entre les contractants[1513]. De même, elle a une fonction de production à laquelle est associé un objectif de maximisation[1514]. Enfin, elle permet de résoudre les difficultés provenant de contrats incomplets et de l'opportunisme des agents par l'agencement spécifique d'une structure de gouvernance[1515]. Les différents questionnements qui parcourent ces théories sont présentés en termes d'autorité, de contrôle, de pouvoir et renseignent ultimement sur le rôle de l'actionnaire en droit des sociétés[1516].

À la suite des travaux de Coase, Oliver Williamson a exploré plus en détail la question des coûts de transactions. La théorie des coûts de transaction apporte une réponse à deux interrogations : la première interrogation est relative à ce qui guide le choix d'organiser l'activité économique au sein d'une entreprise ou au sein du marché alors que la seconde a trait à la manière dont sont organisés les actifs au sein de l'entreprise[1517]. La théorie de Williamson s'appuie sur deux hypothèses comportementales : la rationalité limitée et l'opportunisme des

---

129-130 *Revue d'économie industrielle* 57 à la p 59.

[1512] Robert B. Thompson et D. Gordon Smith, « Toward a New Theory of the Shareholder Role: "Sacred Space" in Corporate Takeovers » (2001) 80 *Texas Law Review* 261 à la p 264.

[1513] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 à la p 311 ; Armen A. Alchian et Harold Demsetz, « Production, Information Costs and Economic Organization » (1972) 62 *The American Economic Review* 777 à la p 783 ; Eugene F. Fama, « Agency Problems and the Theory of the Firm » (1980) 88 *The Journal of Political Economy* 288 à la p 289 ; Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Separation of Ownership and Control » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 301 à la p 302.

[1514] Oliver E. Williamson, *The Mechanism of Governance*, New York, Oxford University Press, 1996 à la p 173.

[1515] Sanford J. Grossman et Oliver D. Hart, « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration » (1986) 94 *The Journal of Political Economy* 691 à la p 692 ; Oliver Hart et John Moore, « Property Rights and the Nature of the Firm » (1990) 98 *The Journal of Political Economy* 1119 à la p 1122.

[1516] Raghuram G. Rajan et Luigi Zingales, « Power in a Theory of the Firm » (1998) 113 *The Quarterly Journal of Economics* 387 à la p 387 ; Luigi Zingales, « In Search of New Foundations » (2000) 55 *The Journal of Finance* 1623 à la p 1625 ; Oliver Hart et John Moore, « Property Rights and the Nature of the Firm » (1990) 98 *Journal of Political Economy* 1119 à la p 1119 ; Michael C. Jensen, « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers » (1986) 76 *The American Economic Review* 323 à la p 323.

[1517] Oliver E. Williamson, « Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations » (1979) 22 *Journal of Law and Economics* 233 aux pp 234–235 ; Oliver E. Williamson, « Transaction Cost Economics and Business Administration » (2005) 21 *Scandinavian Journal of Management* 19 aux pp 21–22.

agents[1518]. Selon ses travaux, ses deux hypothèses affectent les coûts des transactions, notamment en termes de coûts d'élaboration et de contrôle, et conditionnent le choix de l'intégration d'une activité au sein de l'entreprise ou du marché[1519]. Partant du postulat qu'il est impossible pour les agents, en raison de leurs limites cognitives, d'envisager l'ensemble des éventualités qui vont résulter de leurs actions, leurs contrats seront nécessairement incomplets[1520]. Dès lors, cette incomplétude contractuelle va être la source de comportements opportunistes des agents, notamment en matière de divulgation d'information[1521]. Ainsi, dans un contexte où les coûts de transaction sont élevés, l'activité économique sera intégrée à la firme et les relations seront donc coordonnées par une structure hiérarchique et des mécanismes internes de gouvernance[1522]. La hiérarchie permet ainsi d'orienter « the overall activity of the various components, including employees, brought inside the firm »[1523]. Conformément à l'approche contractuelle de la firme, la théorie des coûts de transactions place les actionnaires au sommet de la structure hiérarchique au motif que :

> Stockholders as a group bear a unique relation to the firm. They are the only voluntary constituency whose relation with the corporation does not come up for periodic renewal. Labor, suppliers in the intermediate product market, debt-holders, and consumers all have opportunities to renegotiate terms when contracts are renewed. Stockholders, by contrast, invest for the life of the firm and <u>their claims are located at the end of the queue</u>

[1518] Oliver E. Williamson, « The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach » (1981) 87 *The American Journal of Sociology* 548 aux pp 553–554.

[1519] Oliver E. Williamson, « Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations » (1979) 22 *Journal of Law and Economics* 233 ; Oliver E. Williamson*, The Mechanism of Governance*, New York, Oxford University Press, 1996 à la p 379.

[1520] Oliver E. Williamson, « Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations » (1979) 22 *Journal of Law and Economics* 233 aux pp 237–238.

[1521] Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, Free Press, New York, 1985 aux pp 47–49, 65–67.

[1522] Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, The Free Press, 1985 aux pp 26–29 ; Oliver E. Williamson*, The Mechanism of Governance*, New York, Oxford University Press, 1996 aux pp 123, 172 ; Benjamin Klein, Robert G. Crawford et Armen A. Alchian, « Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process » (1978) 21 *The Journal of Law and Economics* 297 à la p 297 ; Paul L. Joskow, « Asset Specificity and the Structure of Vertical Relationships: Empirical Evidence » (1988) 4 *Journal of Law, Economics, and Organization* 95 aux pp 96–102 ; Benjamin Klein et Keith B. Leffler, « The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance » (1981) 89 *Journal of Political Economy* 615 à la p 616 ; Benjamin Klein, « Transaction Cost Determinants of "Unfair" Contractual Arrangements » (1980) 70 *The American Economic Review* 356.

[1523] Edward B. Rock et Michael L. Wachter, « Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation » (2001) 149 *Unniversity of Pennsylvania Law Review* 1619 à la p 1634.

should liquidation occur [soulignement ajouté][1524].

L'intégration de ces relations au sein de la firme permet de déterminer laquelle des parties aura le pouvoir de prendre les décisions lorsque des situations imprévues surviennent[1525]. Sous cet angle, le conseil d'administration de la société devient l'instrument de gouvernance privilégié pour servir les intérêts des actionnaires, notamment en leur assurant une protection contre l'expropriation des actifs de la société[1526] :

> The board of directors thus arises endogenously, as a means by which to safeguard the investments of those who face a diffuse but significant risk of expropriation because the assets in question are numerous are ill-defined and cannot be protected in a well-focused, transaction-specific way. Thus regarded, the board of directors should be seen as a governance instrument of the stockholders [soulignement ajouté][1527].

Les actionnaires retiennent ultimement un droit de contrôle sur le conseil d'administration, notamment par leur droit exclusif d'élire les administrateurs et leur droit de vendre les titres s'ils sont insatisfaits de la gestion de la société[1528].

Tout comme la théorie des coûts de transaction, la théorie des droits de propriété considère que les contrats sont incomplets et qu'il est nécessaire de prévoir l'allocation des droits de propriété pour les décisions qui n'ont pas été prévues au contrat[1529]. La propriété qui correspond au droit résiduel de contrôle des actifs de la société permet ainsi de déterminer le droit de prendre les décisions qui n'ont pas été prévues contractuellement[1530]. Il s'agit donc

---

[1524] Oliver E. Williamson, « Corporate Governance » (1984) 93 *Yale Law Journal* 1197 à la p 1210 ; Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, Free Press, 1985 aux pp 305–306.

[1525] Benjamin Coriat et Olivier Weinstein, « Les théories de la firme entre "contrats" et "compétences" » (2010) 129-130 *Revue d'économie industrielle* 57 à la p 62.

[1526] Oliver E. Williamson, « Corporate Governance » (1984) 93 *Yale Law Journal* 1197 à la p 1210.

[1527] Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, Free Press, 1985 à la p 306.

[1528] Troy A. Paredes, « The Firm and the Nature of Control: Toward a Theory of Takeover Law » (2003) 29 *Journal of Corporation Law* 103 à la p 116.

[1529] Edward B. Rock et Michael L. Wachter, « Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1619 à la p 1634.

[1530] Oliver Hart et John Moore, « Property Rights and the Nature of the Firm » (1990) 98 *The Journal of Political Economy* 1119 aux pp 1119–1120 ; Sanford J. Grossman et Oliver D. Hart, « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration » (1986) 94 *The Journal of Political Economy* 691 à la p 695 ; Robert B. Thompson et D. Gordon Smith, « Toward a New Theory of the Shareholder Role: "Sacred Space" in Corporate

d'allouer le droit résiduel de contrôle afin de fournir les incitatifs adéquats pour l'investissement. En effet, l'opportunisme contribue à refréner les investissements et une allocation optimale des droits de propriété permet de contrecarrer cet obstacle[1531]. Selon la théorie, les droits de propriété doivent être alloués à la partie dont les investissements sont les plus importants pour la société et dont la protection contre l'opportunisme est difficile[1532].

Sous l'angle de cette théorie, la firme est envisagée comme un ensemble de droits de propriété et une attention particulière est placée sur le rôle des actifs tangibles dans les relations contractuelles. La question centrale est alors de déterminer la source du pouvoir de contrôle dans la firme et ses limites[1533]. Initialement, le rôle de la firme a été exploré par Armen Alchian et Harold Demetz comme une solution aux difficultés posées par la production en équipe[1534]. En effet, il est difficile pour l'entrepreneur d'évaluer la productivité des membres de l'équipe et de les rémunérer en conséquence[1535]. En outre, l'indétermination relative à la part de l'apport de chacun des facteurs à la production accroît le risque d'opportunisme. Les auteurs préconisent de reconnaître à l'entrepreneur une mission de surveillance. Selon eux, l'exercice effectif de cette mission est conditionné par le fait d'ériger l'entrepreneur au statut de créancier résiduel. Autrement dit, la performance de l'entrepreneur sera incitée par un droit aux gains résiduels des facteurs de production[1536]. Par conséquent, la théorie des droits de propriété insiste sur la

---

Takeovers » (2001) 80 *Texas Law Review* 261 à la p 270.

[1531] Oliver Hart et John Moore, « Property Rights and the Nature of the Firm » (1990) 98 *The Journal of Political Economy* 1119 à la p 1151 ; Oliver Hart, « An Economist's Perspective on the Theory of the Firm » (1989) 89 *Columbia Law Review* 1757 à la p 1766 (« In a world of transaction costs and incomplete contracts, ex post residual rights of control will be important because, through their influence on asset usage, they will affect ex post bargaining power and the division of ex post surplus in a relationship This division in turn will affect the incentives of actors to invest in that relationship »).

[1532] Sanford J. Grossman et Oliver D. Hart, « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration » (1986) 94 *The Journal of Political Economy* 691 à la p 692.

[1533] Oliver Hart, « An Economist's Perspective on the Theory of the Firm » (1989) 89 *Columbia Law Review* 1757 aux pp 1765–1766.

[1534] Armen A. Alchian et Harold Demsetz, « Production, Information Costs and Economic Organization » (1972) 62 *The American Economic Review* 777 aux pp 783–784.

[1535] Armen A. Alchian et Harold Demsetz, « Production, Information Costs and Economic Organization » (1972) 62 *The American Economic Review* 777 à la p 780 ; R. Preston McAfee et John McMillan, « Optimal Contracts for Teams » (1991) 32 *International Economic Review* 561 à la p 561.

[1536] Armen A. Alchian et Harold Demsetz, « Production, Information Costs and Economic Organization » (1972) 62 *The American Economic Review* 777 aux pp 781–782.

nécessité de préciser les droits résiduels qui découlent des relations contractuelles[1537].

Cependant, dans sa formulation initiale, le modèle des droits de propriété n'a pas eu vocation à être transposé à la firme capitaliste moderne[1538]. Effectivement, le statut de créancier comme il y est présenté a pu sembler inadapté au cas de la firme managériale puisqu'il était assimilé à un entrepreneur individuel assumant seul la fonction de surveillance. Dans ces circonstances, la théorie s'est éloignée du modèle d'origine pour appréhender la société par actions moderne. En effet, il a fallu justifier le statut de créancier résiduel de l'actionnaire et montrer comment ces derniers mettaient en œuvre cette surveillance qui est à la charge du créancier résiduel individuel dans la théorie d'Alchian et Demetz[1539]. Les tenants de la théorie se sont efforcés de considérer les actionnaires comme des propriétaires, statut qui leur confère un rôle et des droits conforment à la vision contractuelle[1540]. Pour les mêmes raisons que la théorie des coûts de transactions, les actionnaires sont au sommet de la hiérarchie et délèguent leur droit de contrôle[1541]. Dans le modèle, l'attribut essentiel de la propriété est le pouvoir de retirer l'actif, ce qui se manifeste par le droit au profit des actionnaires d'élire de nouveaux administrateurs et le droit de céder leurs titres[1542]. Ainsi, le partitionnement des droits de

---

[1537] Sanford J. Grossman et Oliver D. Hart, « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration » (1986) 94 *The Journal of Political Economy* 691 à la p 692.

[1538] Oliver Hart et John Moore, « Property Rights and the Nature of the Firm » (1990) 98 *The Journal of Political Economy* 1119 aux pp 1152–1153 (« how ownership rights should be allocated between those who finance it and those who manage it plays no part in our analysis. […] At the same time, the model in its present state cannot explain the delegation of control or the determination of hierarchical structure within a firm ») ; Luigi Zingales, « In Search of New Foundations » (2000) 55 *The Journal of Finance* 1623 à la p 1625 ; Oliver Hart et John Moore, « Property Rights and the Nature of the Firm » (1990) 98 *Journal of Political Economy* 1119 aux pp 1645–1646.

[1539] Thomas Ulen, « The Coasean Firm in Law and Economics » (1993) 18 *The Journal of Corporation Law* 301 à la p 312 (« To relate the Alchian-Demsetz theory to those particular residual claimants requires another level of explanation, *viz.*, how do common shareholders perform the monitoring function of the [individual] residual claimant theory? ») ; Henry N. Butler, « The Contractual Theory of the Corporation » (1989) 11 *George Mason Law Review* 99 à la p 105.

[1540] Sanford J. Grossman et Oliver D. Hart, « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration » (1986) 94 *The Journal of Political Economy* 691 à la p 694 ; Edward B. Rock et Michael L. Wachter, « Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1619 aux pp 1635, 1639 ; Luigi Zingales, « In Search of New Foundations » (2000) 55 *The Journal of Finance* 1623 à la p 1639.

[1541] Oliver Hart, *Firms, Contracts and Financial Structure*, New York, Oxford University Press, 1995 à la p 127 ; Oliver Hart, « An Economist's Perspective on the Theory of the Firm » (1989) 89 *Columbia Law Review* 1757 à la p 1771.

[1542] Troy A. Paredes, « The Firm and the Nature of Control: Toward a Theory of Takeover Law » (2003) 29 *Journal of Corporation Law* 103 à la p 119.

propriété dans la société par actions n'empêche pas que les actionnaires soient considérés comme créanciers résiduels, à la double condition qu'ils supportent les variations de valeur des actifs et des biens de la société et qu'ils puissent librement céder leurs titres sur le marché[1543]. Il y a donc dans la société par actions un fractionnement et une aliénation des droits de propriété entre l'actionnaire qui supporte le risque et les dirigeants qui dirigent l'équipe de production. Par ailleurs, le fait qu'ils n'exercent dans cette hypothèse qu'un contrôle indirect sur les dirigeants (compte tenu de la délégation de leur autorité au conseil d'administration) ne remet pas en cause leur statut et n'est que l'expression d'un agencement contractuel spécifique[1544].

L'équilibre des pouvoirs au sein de l'entreprise repose donc essentiellement sur l'allocation de droits de propriété[1545]. Ainsi, le pouvoir de décider de l'usage de l'actif, c'est-à-dire l'exercice du droit de contrôle résiduel, est essentiel pour protéger le propriétaire contre l'opportunisme d'autres intervenants. Dans le contexte de coûts de transactions et de contrats incomplets, le droit résiduel de contrôle permet d'assurer la protection du pouvoir de son détenteur[1546]. On soulignera également que des développements plus récents de la théorie des droits de propriété identifient la source du pouvoir dans la firme à la capacité des agents à travailler ou à utiliser une ressource critique. Autrement dit, de l'accès à des actifs tangibles et intangibles naissent des investissements spécifiques à la relation contractuelle qui sont source de pouvoir[1547]. L'articulation des relations à l'intérieur de la firme avec le concept de propriété permet d'exclure certaines catégories d'acteurs de l'utilisation des actifs. Cette autorité des

---

[1543] Louis De Alessi, « Private Property and Dispersion of Ownership in Large Corporations » (1974) 28 *The Journal of Finance* 839 à la p 844 ; Armen A. Alchian et Susan Woodward, « Review: The Firm Is Dead; Long Live The Firm a Review of Oliver E. Williamson's The Economic Institutions of Capitalism » (1988) 26 *Journal of Economic Literature* 65 à la p 70.

[1544] Louis De Alessi, « Private Property and Dispersion of Ownership in Large Corporations » (1974) 28 *The Journal of Finance* 839 à la p 844.

[1545] Sanford J. Grossman et Oliver D. Hart, « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration » (1986) 94 *The Journal of Political Economy* 691 à la p 692 ; Oliver Hart et John Moore, « Property Rights and the Nature of the Firm » (1990) 98 *The Journal of Political Economy* 1119 aux pp 1222, 1150 ; Raghuram G. Rajan et Luigi Zingales, « Power in a Theory of the Firm » (1998) 113 *The Quarterly Journal of Economics* 387 ; Raghuram G. Rajan et Luigi Zingales, « The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Theory of the Origins and Growth of Firms » (2001) 116 *The Quarterly Journal of Economics* 805 à la p 811.

[1546] Oliver Hart, « An Economist's Perspective on the Theory of the Firm » (1989) 89 *Columbia Law Review* 1757 à la p 1766.

[1547] Raghuram G. Rajan et Luigi Zingales, « Power in a Theory of the Firm » (1998) 113 *The Quarterly Journal of Economics* 387 aux pp 387–388.

propriétaires sur les actifs se traduit également en autorité sur les individus[1548]. Là aussi, dans l'entreprise managériale, le droit résiduel de contrôle fait l'objet d'une délégation au conseil d'administration. En ce sens, le droit des sociétés par actions habilite le conseil d'administration et les dirigeants à gérer l'entreprise[1549]. Dans cette perspective, la firme permet de résoudre les problèmes liés aux contrats incomplets en affectant les droits de propriété, notamment le droit de contrôle résiduel, afin que le propriétaire puisse disposer de la ressource en cas d'incertitude[1550]. Les actionnaires disposent d'un droit au profit et d'un droit de contrôle résiduel des actifs qui correspond au droit de décider de l'usage des actifs, exception faite des usages préalablement déterminés par le contrat initial[1551]. De cette manière, en offrant une protection contre le risque d'opportunisme, la société permet d'encourager un niveau d'investissement adéquat pour une relation contractuelle spécifique[1552].

Des critiques formulées à l'encontre de la théorie de la propriété ont permis aux tenants de l'approche contractuelle, notamment de la théorie de l'agence, de proposer leur vision de la firme capitaliste moderne. Ainsi, l'hypothèse selon laquelle une fois motivé adéquatement le surveillant peut observer parfaitement les actions des différents membres de l'équipe de production a été remise en cause. En effet, l'hypothèse d'observabilité parfaite fait de l'idée

---

[1548] Oliver Hart et John Moore, « Property Rights and the Nature of the Firm » (1990) 98 *Journal of Political Economy* 1119 à la p 1150.

[1549] Sandford J. Grossman et Oliver D. Hart, « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration » (1986) 4 *Journal of Political Economy* 691 à la p 694 (« In a corporation the shareholders as a group have control and delegate this control to the board of directors [i.e., management] »).

[1550] Oliver Hart et John Moore, « Property Rights and the Nature of the Firm » (1990) 98 *Journal of Political Economy* 1119 à la p 1120 ; David De Meza et Ben Lockwood, « Does Asset Ownership Always Motivate Managers? Outside Options and the Property Rights Theory of the Firm » (1998) 113 *The Quarterly Journal of Economics* 361 à la p 361 (« The mechanism at work is that the distribution of property rights over these assets determines the bargaining power of agents over the returns to investments which enhance the productivity of these assets, which in turn determines incentives to invest. ») ; Sandford J. Grossman et Oliver D. Hart, « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration » (1986) 4 *Journal of Political Economy* 691.

[1551] Oliver Hart et John Moore, « Property Rights and the Nature of the Firm » (1990) 98 *Journal of Political Economy* 1119 à la p 1120.

[1552] Raghuram G. Rajan et Luigi Zingales, « Power in a Theory of the Firm » (1998) 113 *The Quarterly Journal of Economics* 387 à la p 387 (« i.e., investments that have little or no value outside a relationship but great value inside it ») ; D. Gordon Smith, « The Role of Shareholders in the Modern American Corporation » dans Claire A. Hill et Brett H. McDonnell, dir, *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Northampton, Edward Elgar, 2012, 52 à la p 56 ; Oliver Hart et John Moore, « Property Rights and the Nature of the Firm » (1990) 98 *Journal of Political Economy* 1119 à la p 1151.

d'équipe un concept dépourvu de sens et qui serait surestimé par ses défenseurs[1553]. D'ailleurs, Michael Jensen et William Meckling ont déclaré à propos du concept d'équipe de production que :

> We sympathize with the importance they attach to monitoring, but we believe the emphasis which Alchian-Demsetz place on joint input production is too narrow and therefore misleading. Contractual relations are the essence of the firm […]. The problem of agency costs and monitoring exists for all of these contracts, independent of whether there is joint production in their sense; i.e., joint production can explain only a small fraction of the behavior of individuals associated with a firm[1554].

Toujours selon eux, la société est « one form of legal fiction which serves as a nexus for contracting relationships and which is also characterized by the existence of divisible residual claims on the assets and cashflows of the organization which can generally be sold without permission of the other contracting individuals »[1555]. Ils s'opposent, par suite, à Coase en ce qu'ils estiment qu'il est inutile de distinguer entre ce qui se passe à l'intérieur et à l'extérieur de la société. Seule importe la multitude de relations contractuelles entre la fiction juridique et les différents apporteurs de la société[1556]. Par ailleurs, pour la théorie de l'agence le concept de propriété est inutile :

> Contractarians reject the idea that the firm is a thing capable of being owned. Recall that the firm is, or has, a nexus for the set of contracts by which various factors of production are hired. Someone owns each of those factors, but no one owns the nexus itself. To be sure, most theories of the firm agree, <u>shareholders own the residual claim on the corporation's assets and earnings</u>. <u>The ownership of that claim</u> explains why the set of contracts comprising the corporation treats the shareholders as the beneficiaries of director accountability [soulignement ajouté][1557].

[1553] Masahiko Aoki, « The Contingent Governance of Teams: Analysis of Institutional Complementarity » (1994) 35 *International Economic Review* 657 à la p 659 ; la théorie a connu un regain d'intérêt dans la doctrine juridique suite aux travaux des professeures Margaret M. Blair et Lynn A. Stout, « A Team Production Theory of Corporate Law » (1999) 85 *Virginia Law Review* 247.

[1554] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 à la p 310.

[1555] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 à la p 311.

[1556] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 à la p 311.

[1557] Stephen M. Bainbridge, « Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance » (2003) 97 *Northwestern University Law Review* 547 aux pp 564–565 ; Eugene F. Fama, « Agency Problems and the Theory

Selon l'approche contractuelle, la firme réunit une variété de facteurs de production qui sont détenus par une personne, mais cette personne ne détient pas le nœud en lui-même. Autrement dit, l'attribution aux actionnaires du droit résiduel aux actifs et aux profits ne leur confère en aucun cas un droit de propriété sur la société elle-même[1558].

La structure de gouvernance est le résultat d'un processus d'équilibre complexe représenté par un ensemble de négociations contractuelles hypothétiques entre les différentes parties prenantes[1559]. Le droit de vote représente donc « the residual power to act (or delegate) when contracts are not complete »[1560]. Le processus d'équilibre qui résulte de la structure de gouvernance aboutit à conférer aux actionnaires le droit résiduel de contrôle de la société (c.-à-d. le droit de vote)[1561]. Ce statut de créancier résiduel des actionnaires est justifié au motif que le paiement de leur créance, en termes d'appréciation d'actifs ou de dividendes, intervient qu'après celui dû aux autres intervenants[1562]. On considère ainsi que les actionnaires occupent la meilleure position pour maximiser la valeur de la société[1563]. L'attribution aux actionnaires du droit résiduel est également justifiée par le fait qu'ils ne sont pas en mesure, contrairement aux autres intervenants, d'obtenir une protection contractuelle adéquate[1564]. Par conséquent, sans ce droit résiduel les actionnaires sont, d'une part, exposés à l'opportunisme des dirigeants ou à celui de tout autre intervenant disposant d'un plus grand contrôle et, d'autre part, à

---

of the Firm » (1980) 88 *The Journal of Political Economy* 288 à la p 290.

[1558] Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Organizational Forms and Investment Decisions » (1985) 14 *Journal of Financial Economics* 101 aux pp 102–103 ; Oliver E. Williamson, *The Mechanism of Governance*, New York, Oxford University Press, 1996 à la p 184 ; Stephen M. Bainbridge, « Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance » (2003) 97 *Northwestern University Law Review* 547 aux pp 563–565.

[1559] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 aux pp 310–311.

[1560] Frank H. Easterbrook et Daniel R Fischel, « Voting in Corporate Law » (1983) 26 *The Journal of Law and Economics* 395 à la p 403.

[1561] Margaret M. Blair, « Firm-Specific Human Capital and Theories of the Firm » dans Margaret M. Blair et Mark J. Roe, dir, *Employees and Corporate Governance*, Washington, Brookings Institution Press, 1999, 58 aux pp 58–90.

[1562] Troy A. Paredes, « The Firm and the Nature of Control: Toward a Theory of Takeover Law » (2003) 29 *Journal of Corporation Law* 103 à la p 112 ; Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 aux pp 10–11.

[1563] Frank H. Easterbrook et Daniel R Fischel, « Voting in Corporate Law » (1983) 26 *The Journal of Law and Economics* 395 à la p 403.

[1564] Oliver E. Williamson, « Corporate Governance » (1984) 93 *Yale Law Journal* 1197 aux pp 1207–1208, 1210.

l'impossibilité de discipliner leurs agents.

Cependant, en raison de problèmes d'action collective et d'apathie rationnelle, les actionnaires n'exercent aucun contrôle sur la gestion quotidienne de la société. En conséquence, la délégation de ce contrôle à des personnes qui vont se charger de la gestion quotidienne est supposée être efficiente[1565]. Il y a une séparation des fonctions entre les dirigeants qui se spécialisent dans la gestion de la société et les actionnaires qui supportent le risque[1566]. Ces derniers doivent donc opérer un contrôle des dirigeants et être en mesure de conserver une autorité, notamment en matière de stratégie[1567]. Une fois de plus, les problèmes d'action collective et d'apathie rationnelle aboutissent à déléguer le pouvoir de surveillance des actionnaires au conseil d'administration[1568]. Les actionnaires conservent donc le contrôle ultime de la société puisqu'ils sont en mesure d'élire et de destituer les membres de la direction[1569]. Néanmoins, cette structure du contrôle est effective à la condition que les dirigeants ne soient pas en mesure d'amoindrir les prérogatives des actionnaires, ce qui aboutirait à la situation largement décrite par l'ouvrage de Berle et Means en 1932.

La séparation de la propriété et du contrôle de la société est au centre de la théorie de l'agence. Selon le modèle de l'agence, il y a des conflits d'intérêts inhérents entre actionnaires et dirigeants, ces derniers étant incités à maximiser leurs préférences personnelles au détriment de celles des actionnaires. Par conséquent, la théorie est principalement préoccupée par le conflit

---

[1565] Frank H. Easterbrook et Daniel R Fischel, « Voting in Corporate Law » (1983) 26 *The Journal of Law and Economics* 395 à la p 402 ; Larry E. Ribstein, « Takeover Defenses and the Corporate Contract » (1989) 78 *Georgetown Law Journal* 71 à la p 79.

[1566] Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Separation of Ownership and Control » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 301 aux pp 304, 307–317 ; Stephen M. Bainbridge, « The Board of Directors as Nexus of Contracts » (2002) 88 *Iowa Law Review* 1 aux pp 3–4 ; Michael P. Dooley, « Two Models of Corporate Governance » (1992) 47 *The Business Lawyer* 461 à la p 467 ; Jeffrey N. Gordon, « The Shareholder Initiative: A Social Choice and Game Theoretic Approach to Corporate Law » (1991) 60 *University of Cincinnati Law Review* 347 à la p 353 ; Henry G. Manne, « Our Two Corporation Systems: Law and Economics » (1967) 53 *Virginia Law Review* 259 à la p 261.

[1567] Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Separation of Ownership and Control » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 301 à la p 304 ; voir *supra* chapitre 5 sur l'importance des contributions cognitives et stratégiques des administrateurs dans le fonctionnement du conseil d'administration.

[1568] Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Separation of Ownership and Control » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 301 aux pp 309–314, 322–323.

[1569] Robert B. Thompson, « Preemption and Federalism in Corporate Governance: Protecting Shareholder Rights to Vote, Sell, and Sue » (1999) 62 *Law and Contemporary Problems* 215 à la p 237 et s.

qui peut prendre forme lorsqu'une personne agit pour le compte d'une autre[1570]. Afin de réduire la probabilité que les premiers dévient des intérêts des seconds, les intervenants mettent en place un contrat qui prévoit un certain nombre d'incitatifs supposés garantir un haut degré de confiance et de loyauté entre les parties[1571]. De même, les actionnaires surveillent les dirigeants et les administrateurs, et disposent à cette fin du droit de les élire et de les destituer de leurs fonctions. Une série de coûts découle de la relation d'agence. Afin de limiter la divergence entre les parties, les actionnaires peuvent engager une série de dépenses. D'abord, des dépenses de surveillance et d'incitation pour orienter la conduite du dirigeant. Puis des coûts d'obligation afin de s'assurer que l'agent ne prend pas certaines actions qui pourraient léser les actionnaires[1572]. Toutefois, il est impossible d'obtenir un alignement parfait entre la performance de l'agent et les préférences du principal et toute divergence est présentée comme une perte résiduelle[1573].

Le rôle du droit des sociétés s'inscrit dans cette perspective contractuelle de la firme et à ce titre les règles juridiques ont pour objectif de réduire les coûts de la relation d'agence entre les actionnaires et les dirigeants par la mise en place de mécanismes supplétifs, tels que le régime de responsabilité fiduciaire des dirigeants et des administrateurs, et le droit de vote des actionnaires[1574]. Puisque l'apporteur de capital détient le pouvoir décisionnel, le droit des sociétés a pour rôle de permettre la mise en place d'un arrangement contractuel par lequel les actionnaires s'assurent de la loyauté indivisible de leurs dirigeants[1575]. Dans ce modèle de la

---

[1570] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 à la p 308.

[1571] Lucian Arye Bebchuk et Jesse M. Fried, « Executive Compensation as an Agency Problem » (2003) 17 *Journal of Economic Perspectives* 71 aux pp 71–73.

[1572] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 à la p 308.

[1573] D. Gordon Smith, « The Role of Shareholders in the Modern American Corporation » dans Claire A. Hill et Brett H. McDonnell, dir, *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Northampton, Edward Elgar, 2012, 52 à la p 55.

[1574] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 aux pp 14 et 90.

[1575] David Million, « Default Rules, Wealth Distribution, and Corporate Law Reform: Employment at Will versus Job Security » (1998) 146 *University of Pennsylvania Law Review* 975 aux pp 975–977 ; David Million, « New Directions In Corporate Law Communitarians, Contractarians, And The Crisis In Corporate Law » (1993) 50 *Washington and Lee Law Review* 1373 aux pp 1377–1378.

firme, la créance résiduelle est présentée comme le meilleur incitatif pour la maximisation de la valeur de la firme[1576]. Dans le modèle de l'agence, les actionnaires délèguent aux dirigeants leurs droits de contrôle afin qu'ils puissent gérer la société d'une manière qui leur est profitable. À défaut, ils disposent du droit de destituer leurs agents, de les remplacer ou de se retirer de la société. Cette délégation d'autorité n'est donc ni absolue ni définitive. Dans ce modèle, les actionnaires disposent du contrôle de la société, non pas parce qu'ils en sont les propriétaires, mais parce qu'ils en sont les créanciers résiduels, et à ce titre, ils ont le droit d'être protégés contre l'expropriation de leurs richesses par les dirigeants et les autres parties prenantes de la société[1577].

Paragraphe 2. — L'équilibre du pouvoir entre actionnaires et dirigeants

Au cœur de la logique contractuelle de la firme réside l'idée d'une égalité entre les intervenants au contrat de société. Cependant, l'environnement normatif en droit des sociétés illustre un équilibre du pouvoir qui penche en faveur de la direction de la société, au détriment des actionnaires. Ainsi, les aménagements juridiques de la discrétion managériale se sont imposés au détriment des droits fondamentaux des actionnaires. Le spectre limité des devoirs fiduciaires, l'efficacité relative du marché de travail des dirigeants et des prises de contrôle sont autant d'exemples de la contrition de la protection offerte aux actionnaires dans la société par actions[1578]. Cette protection découle directement de l'exercice des droits qui sont attachés à leur statut d'actionnaire, le droit de voter et le droit de vendre leurs titres. Cependant, l'attachement du droit des sociétés au modèle de la gouvernance actionnariale ne traduit pas un attachement significatif aux droits des actionnaires[1579]. Les principaux éléments de ce modèle sont que le

---

[1576] Frank H. Easterbrook et Daniel R Fischel, « Voting in Corporate Law » (1983) 26 *The Journal of Law and Economics* 395 aux pp 403–406.

[1577] Bernard S. Black, « Corporate Law and Residual Claimants » (mai 2001), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=1528437> (sur le statut de créancier résiduel des actionnaires).

[1578] Victor Brudney, « Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contract » (1985) 85 *Columbia Law Review* 1403 aux pp 1403, 1410, 1417–1420 ; William J. Carney, « Controlling Management Opportunism in the Market for Corporate Control: An Agency Cost Model » (1988) *Wisconsin Law Review* 385 à la p 415 ; Harold Marsh, Jr, « Are Directors Trustees? » (1966) 22 *The Business Lawyer* 35 aux pp 36–48, 57 (sur l'évolution judiciaire aux États-Unis en matière de transactions intéressées) ; Ralph K. Winter, Jr, « State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation » (1977) 6 *The Journal of Legal Studies* 251 à la p 255.

[1579] Julian Velasco, « The Fundamental Rights of the Shareholder » (2006) 40 *University of California Davis Law*

contrôle ultime de la société doit reposer entre les mains des actionnaires ; que les dirigeants ont l'obligation de gérer la société dans l'intérêt de ces derniers ; que les intérêts des autres parties prenantes font l'objet d'une protection contractuelle et législative spécifique plutôt que par leur participation active à la gouvernance ; que les actionnaires minoritaires doivent être protégés des abus des majoritaires ; et que le marché des titres constitue la mesure principale de l'intérêt des actionnaires[1580].

Une structure de gouvernance d'entreprise efficiente implique, d'une part, l'allocation de l'autorité décisionnelle pour la gestion de la société et, d'autre part, le maintien d'un équilibre entre les dirigeants et les actionnaires. Bien que nous ayons déjà évoqué le rôle et le statut du dirigeant en droit, nous pouvons dire que le droit et la jurisprudence allouent aux dirigeants une grande autorité et une large discrétion pour la gestion de la société par actions. À l'inverse, les actionnaires ne semblent pas bénéficier d'un statut qui leur confère une réelle emprise sur leurs dirigeants. En conséquence, l'exigence de maintien de l'équilibre implique de reconnaître que les actionnaires occupent une place légitime et fondamentale dans la gouvernance. Il ne s'agit pas de faire prévaloir le statut des uns sur celui des autres, mais bel et bien de permettre l'exercice effectif des droits qui découlent du statut d'actionnaire. La protection de l'équilibre du pouvoir au sein de la société impose un strict respect des droits fondamentaux des actionnaires. Par conséquent, le droit de vote et la libre cession des titres sont d'une importance fondamentale et doivent recevoir à ce titre une attention particulière.

Érigés au statut de créanciers résiduels, les actionnaires sont titulaires du droit de vote censé leur garantir une gestion de la société par actions conforme à leur intérêt. En pratique, le droit de vote des actionnaires est organisé par le droit des sociétés dans la perspective d'une gouvernance conforme aux intérêts des actionnaires. Par sa démarche pragmatique, le droit des sociétés permet l'aménagement du pouvoir actionnarial. Le droit de vote devient un instrument qui permet, d'une part, de moduler le contrôle des actionnaires sur la direction et, d'autre part, d'arbitrer les conflits au sein de la classe actionnariale. L'exercice du pouvoir par les actionnaires au sein de la société est donc conditionné par les règles gouvernant l'attribution et

---

Review 407 à la p 409.

[1580] Henry Hansmann et Reiner Kraakman, « The End of History for Corporate Law » (2001) 89 *The Georgetown Law Journal* 439 aux pp 440–441.

le régime du droit de vote. Cette participation des actionnaires au fonctionnement et au contrôle de la société par actions passe donc avant tout par l'exercice du droit de vote et de prérogatives connexes en matière de participation, d'information et de contestation.

En réalité, cependant, la capacité des actionnaires à insuffler des changements dans la gouvernance des sociétés est limitée. En effet, pris individuellement, le vote dans les grandes sociétés par actions implique un pouvoir restreint. D'ailleurs, ce constat justifierait la dynamique dominante à l'œuvre dans la société où les actionnaires se contentent de suivre les recommandations du conseil d'administration lors du vote[1581]. De même, l'actionnaire est largement représenté en économie comme un acteur passif de la gouvernance de la société, notamment en raison de son apathie rationnelle et de son manque d'expertise pour la gestion des affaires[1582]. En effet, l'actionnariat dispersé des sociétés par actions fait naître un problème d'action collective qui empêche la réalisation des revendications individuelles ou minoritaires, comme celles relatives au changement de l'équipe dirigeante. Et quand bien même l'action aboutie, les bénéfices qui en résultent sont nécessairement répartis à tout le groupe, ce qui diminue d'autant l'incitatif à agir (problème du passager clandestin)[1583].

Le droit des sociétés vise à faciliter les rapports entre la société, le conseil d'administration et les actionnaires. L'objectif de la gouvernance des sociétés est donc de réduire les coûts d'agence associés à la délégation du pouvoir afin de maximiser la valeur de la firme[1584]. Logiquement, la société doit être gérée dans l'intérêt des actionnaires[1585]. Selon cette approche, l'objectif de maximisation de la richesse actionnariale permet de contribuer, par une maximisation de l'utilité sociale, au bien commun[1586]. Il permet de mettre en place une structure

---

[1581] Dalia Tsuk Mitchell, « Shareholders as Proxies: The Contours of Shareholder Democracy » (2006) 63 *Washington & Lee Law Review* 1503 à la p 1506.

[1582] Robert C. Clark, *Corporate Law*, Boston, Little Brown and Co, 1986 aux pp 390–392 ; William O. Douglas, « Directors Who Do Not Direct » (1934) 47 *Harvard Law Review* 1305 à la p 1316.

[1583] Olson Mancur, *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, 2e éd, Cambridge, Harvard University Press, 1971 à la p 55.

[1584] Stephen M. Bainbridge, « Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance » (2003) 97 *Northwestern University Law Review* 547 aux pp 565–568.

[1585] Gordon D. Smith, « The Shareholder Primacy Norm » (1998) 23 *The Journal of Corporation Law* 277 à la p 277.

[1586] Christopher M. Bruner, « The Enduring Ambivalence of Corporate Law » (2008) 59 *Alabama Law*

des droits de propriété et des droits de contrôle susceptibles de maximiser la richesse à moindres coûts pour la société[1587]. Sous cet angle, l'amélioration de la place des actionnaires dans la structure de gouvernance est un enjeu primordial[1588]. Ainsi, les réformes relatives aux prises de contrôle, aux administrateurs indépendants ou encore à la sollicitation de procurations s'inscrivent dans cette perspective[1589]. La source du pouvoir des actionnaires découle de leur statut prioritaire par rapport aux autres parties prenantes de la société et donc de leur droit de vote. Par conséquent, le droit d'élire ou de destituer les administrateurs est l'instrument privilégié pour la protection de leurs intérêts[1590]. En effet, le droit de vote est l'élément central à toute théorie du pouvoir qui rend légitime l'exercice du pouvoir d'une personne pour le compte d'une autre sur un ensemble de biens dont elle n'est pas propriétaire[1591]. La composante essentielle à la primauté actionnariale est le droit des actionnaires d'élire les membres du conseil d'administration. Puisque l'autorité décisionnelle est dévolue à ce dernier, le droit des actionnaires d'en élire les membres leur confère supposément le dernier mot.

Comme nous l'avons présenté dans notre paragraphe précédent, un des arguments en faveur de la primauté actionnariale est que les actionnaires sont propriétaires de la société et doivent donc être en mesure de contrôler les décisions prises. Cependant, l'argument de l'actionnaire-propriétaire n'est pas totalement convaincant. En effet, les actionnaires ne possèdent pas les attributs classiques de la propriété, comme l'usage ou la possession[1592].

Review 1385 aux pp 1427–1432 (sur l'importance de la logique utilitariste qui sous-tend la conception de la gouvernance des sociétés) ; Grant M. Hayden et Matthew T. Bodie, « One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity » (2008) 30 *Cardozo Law Review* 445 aux pp 472–474 ; Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 aux pp 35–39.

[1587] Christopher M. Bruner, « The Enduring Ambivalence of Corporate Law » (2008) 59 *Alabama Law Review* 1385 à la p 1427 ; Lawrence E. Mitchell, « Vulnerability and Efficiency (of What?) » (2005) 2 *Berkeley Law Journal* 153 aux pp 153–154.

[1588] Lucian Arye Bebchuk, « The Case for Increasing Shareholder Power » (2005) 118 *Harvard Law Review* 833.

[1589] Lucian Arye Bebchuk et Allen Ferrel, « A New Approach to the Takeover Law and Regulatory Competition » (2001) 87 *Virginia Law Review* 111 à la p 164 ; Victor Brudney, « The Independent Director-Heavenly City or Potemkin Village? » (1982) 95 *Harvard Law Review* 597 ; Stephen M. Bainbridge, « The Politics of Corporate Governance » (1995) 18 *Harvard Journal of Law and Public Policy* 671 ; voir *supra* chapitre 5.

[1590] Lawrence E. Mitchell, *Corporate Irresponsibility: America's Newest Export*, New Haven, Yale University Press, 2001 aux pp 99–101.

[1591] *Blasius Industries, Inc v Atlas Corp*, 564 A (2d) 651 (Del Ch 1988).

[1592] Martin Lipton et William Savitt, « The Many Myths of Lucian Bebchuk » (2007) 93 *Virginia Law Review* 733

Certains auteurs ont ainsi souligné la circularité de l'argument puisque les actionnaires achètent un ensemble de droits auprès de la société. En effet, bien que le droit de voter pour les administrateurs fasse partie de cet ensemble, il pourrait néanmoins exister sans lui, comme l'illustrent les actions sans droit de vote[1593]. À l'appui de la primauté actionnariale, un second argument est avancé. Les actionnaires sont les uniques créanciers résiduels et sont, à ce titre, dans la meilleure position pour assurer le contrôle de la société dans l'intérêt de la société dans son ensemble[1594]. Pour certains, l'argument de la créance résiduelle correspond plus à une description d'un état de fait qu'à une véritable justification de l'octroi du droit de vote aux seuls actionnaires[1595].

L'argument de la primauté actionnariale est sous-tendu par l'hypothèse que les actionnaires sont un groupe dont les préférences sont similaires, si ce n'est identiques. Les préférences des actionnaires sont ainsi orientées vers la recherche et la maximisation du profit. Cette similarité dans les préférences fait des actionnaires un groupe bien plus homogène que n'importe quelle autre partie prenante de la société. Dès lors, il devient avantageux de mettre en place une structure de gouvernance qui respecte cette homogénéité[1596]. L'attribution d'un droit de vote exclusif aux actionnaires est préférable, notamment en raison de l'hétérogénéité des préférences des autres parties prenantes de la société.

Plusieurs justifications sont avancées pour refuser l'élargissement de l'électorat et l'attribution du droit de vote à d'autres intervenants. En effet, l'hétérogénéité des préférences d'une pluralité d'acteurs devient une source d'inefficiences procédurales au titre desquelles figurent les crises politiques, les pathologies du vote et les difficultés liées à la répartition du pouvoir de vote[1597]. Tout d'abord, la première source d'inefficience provient de la représentation

---

à la p 754.

[1593] Grant M. Hayden et Matthew T. Bodie, « One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity » (2008) 30 *Cardozo Law Review* 445 à la p 473.

[1594] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991 aux pp 67–70, 91.

[1595] Margaret M. Blair, *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century*, Washington, Brookings Institution, 1995 aux pp 227–234.

[1596] Grant M. Hayden et Matthew T. Bodie, « Shareholder Democracy and the Curious Turn Toward Board Primacy » (2010) 51 *William and Mary Law Review* 2071 à la p 2085.

[1597] Grant M. Hayden et Matthew T. Bodie, « Shareholder Democracy and the Curious Turn Toward Board

au sein du conseil d'administration d'une multitude de parties prenantes qui ralentit la prise de décision consensuelle[1598]. Les désaccords, les querelles internes, les asymétries d'informations sont autant d'exemples de situations qui nuisent à l'efficience du processus décisionnel[1599]. Le risque est que toute tentative de prise en compte d'intérêts autres que celui des actionnaires aboutisse à complexifier le processus décisionnel[1600]. Ainsi, le professeur Stephen Bainbridge, qui comme Kenneth Arrow conçoit le conseil d'administration comme un organe de prise de décision autoritaire et consensuel, rappelle que le consensus n'est possible qu'à la double condition d'intérêts équivalents et de disponibilité de l'information[1601]. Puis, selon une deuxième source d'inefficience procédurale, l'attribution du droit de vote à une multitude d'intervenants empêche la mise en place d'un système de choix cohérent. En effet, les votants et les administrateurs élus doivent définir les objectifs de la firme et les stratégies à mettre en œuvre pour les réaliser. Dès lors, si les votants ont des préférences hétérogènes, il sera difficile de mettre en place un système de vote qui reflète cette diversité[1602]. Par conséquent, l'attribution exclusive du droit de vote aux actionnaires répond à une logique d'efficience du processus décisionnel. Le droit de vote doit donc être limité à une classe d'intervenants, les actionnaires,

---

Primacy » (2010) 51 *William and Mary Law Review* 2071 à la p 2085 ; Margaret M. Blair et Lynn A. Stout, « A Team Production Theory of Corporate Law » (1999) 85 *Virginia Law Review* 247 à la p 313 ; Stephen M. Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, New York, Oxford University Press, 2008 aux pp 45–50 ; Luca Enriques, Henry Hansmann, et Reinier Kraakman, « The Basic Governance Structure » dans Reinier Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2e éd, New York, Oxford University Press, 2009, 213 aux pp 213–233.

[1598] Grant M. Hayden et Matthew T. Bodie, « Arrow's Theorem and the Exclusive Shareholder Franchise » (2009) 62 *Vanderbilt Law Review* 1217 aux pp 1225–1227.

[1599] Grant M. Hayden et Matthew T. Bodie, « Shareholder Democracy and the Curious Turn Toward Board Primacy » (2010) 51 *William and Mary Law Review* 2071 à la p 2085.

[1600] Luca Enriques, Henry Hansmann, et Reinier Kraakman, « The Basic Governance Structure » dans Reinier Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2e éd, New York, Oxford University Press, 2009, 55 aux pp 55–56 (« Majority decision-making by a divided board risks opportunistic outcomes that diminish the value of the firm as a whole, and is also likely to make for a costly and cumbersome decision-making process » [soulignement ajouté]) ; Henry Hansmann et Reiner Kraakman, « The End of History for Corporate Law » (2001) 89 *The Georgetown Law Journal* 439 aux pp 447–449.

[1601] Stephen M. Bainbridge, « Participatory Management Within a Theory of the Firm » (1998) 21 *The Journal of Corporation Law* 657 à la p 725.

[1602] Frank H. Easterbrook et Daniel R Fischel, « Voting in Corporate Law » (1983) 26 *The Journal of Law and Economics* 395 à la p 405, citant les travaux de Kenneth J. Arrow, *Social Choice and Individual Value*, 2e éd, New York, Wiley and Sons, 1963.

qui a des préférences supposées semblables[1603]. Ces dernières s'ordonnent ainsi autour de la maximisation de la richesse actionnariale[1604]. Enfin, la dernière source d'inefficience provient des difficultés de répartir le pouvoir de voter. En limitant le droit de vote aux actionnaires, la répartition du pouvoir est aisée puisqu'il correspond aux actions qu'ils détiennent. En effet, les droits issus du capital financier sont facilement identifiables puisqu'ils sont fongibles, transférables et quantifiables contrairement au capital humain par exemple[1605]. Les actionnaires ont des préférences similaires qui peuvent être assimilées à leur volonté de maximiser la valeur de leurs actions[1606]. Le pouvoir de vote des actionnaires est donc fonction de leurs droits de propriété dans la société ; plus le nombre d'actions détenues est grand, plus leur pouvoir l'est aussi[1607]. Cependant, la passivité des actionnaires pour la gestion et le contrôle des sociétés semble amoindrir l'apparente démocratie attachée à la règle une action un vote[1608].

À cette série d'inefficiences d'ordre procédural s'ajoutent d'autres inefficiences cette fois-ci substantielles[1609]. L'élargissement du droit de vote à d'autres catégories d'acteurs accroît le risque qu'ils adoptent des stratégies opportunistes, chacun cherchant à maximiser ses préférences au détriment de celles des autres groupes. Par ailleurs, cette diversité du corps électoral contribue à renforcer la discrétion managériale des administrateurs et des dirigeants puisqu'ils peuvent justifier leurs conduites en jouant sur les divergences d'intérêts[1610]. Les actionnaires peuvent influencer la direction de la société pour faire valoir des intérêts qui ne

---

[1603] Frank H. Easterbrook et Daniel R Fischel, « Voting in Corporate Law » (1983) 26 *The Journal of Law and Economics* 395 à la p 405.

[1604] Frank H. Easterbrook et Daniel R Fischel, « Voting in Corporate Law » (1983) 26 *The Journal of Law and Economics* 395 à la p 405.

[1605] Stephen M. Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, New York, Oxford University Press, 2008 à la p 50.

[1606] Stephen M. Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, New York, Oxford University Press, 2008 à la p 50.

[1607] Colleen A. Dunlavy, « From Citizens to Plutocrats: Nineteenth-Century Shareholder Voting Rights and Theories of the Corporation » dans Kenneth Lipartito et David B. Sicilia, dir, *Constructing Corporate America: History, Politics, Culture*, New York, Oxford University Press, 2004, 66 à la p 67.

[1608] Donald J. Smythe, « Shareholder Democracy and the Economic Purpose of the Corporation » (2006) 63 *Washington and Lee Law Review* 1407 à la p 1409.

[1609] Grant M. Hayden et Matthew T. Bodie, « Shareholder Democracy and the Curious Turn Toward Board Primacy » (2010) 51 *William and Mary Law Review* 2071 à la p 2087.

[1610] Stephen M. Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, New York, Oxford University Press, 2008 à la p 48.

sont pas partagés par l'ensemble de la classe actionnariale. Dans ce cas, les préférences ne sont plus homogènes et une partie de l'actionnariat peut adopter des stratégies visant à influencer la direction et à faciliter l'extraction de rentes (c.-à-d. les bénéfices privés du contrôle)[1611]. À titre d'exemple, on peut mentionner les cas dans lesquels un actionnaire majoritaire accapare le processus décisionnel et impose sa volonté aux minoritaires[1612]. Quoi qu'il en soit, l'élargissement du droit de vote contribue nécessairement à la complexification de la prise de décision et à l'inefficience des rapports entre actionnaires, administrateurs et dirigeants au sein de la société par actions. L'attribution exclusive au groupe présentant les préférences les plus homogènes s'impose au risque d'accroître les coûts de la décision collective[1613].

L'argument de l'homogénéité des préférences actionnariales supporte la théorie de la primauté actionnariale. L'agrégation des préférences individuelles des actionnaires autour de l'objectif de maximisation de la valeur des titres de la société contribue à une prise de décision efficiente où le consensus s'impose plus rapidement. De plus, il permet d'éviter une dilution du droit de vote qui pourrait permettre à certains acteurs d'accaparer l'organe décisionnel pour la défense d'intérêts qui leur sont propres[1614].

Bien qu'il n'y ait plus de doute sur la place centrale qu'occupent les actionnaires au sein de la structure de gouvernance de la société, des divergences surviennent quant aux implications du statut d'actionnaire. D'un côté, les défenseurs d'une démocratie actionnariale prônent un renforcement des prérogatives des actionnaires afin de rétablir l'équilibre des pouvoirs qui semble jusqu'alors favoriser la direction de la société. De l'autre, une partie de la littérature sur la gouvernance, sans remettre en cause le statut prioritaire des actionnaires, plaide en faveur d'une plus grande autonomie du conseil d'administration face aux revendications

---

[1611] Iman Anabtawi, « Some Skepticism About Increasing Shareholder Power » (2006) 53 *University of California Law Review* 561 aux pp 574–577.

[1612] Henry Hansmann, *The Ownership of Enterprise*, Cambridge, Harvard University Press, 1996 à la p 41 ; on vise également la situation inverse où le minoritaire s'accapare le processus décisionnel et impose sa volonté aux autres actionnaires.

[1613] Henry Hansmann, *The Ownership of Enterprise*, Cambridge, Harvard University Press, 1996 à la p 44 ; Stephen M. Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, New York, Oxford University Press, 2008 à la p 48.

[1614] Grant M. Hayden et Matthew T. Bodie, « Shareholder Democracy and the Curious Turn Toward Board Primacy » (2010) 51 *William and Mary Law Review* 2071 à la p 2088.

actionnariales[1615].

Généralement, les partisans d'une démocratie actionnariale ont une certaine aversion pour l'indépendance des administrateurs au motif que la séparation entre ces derniers et les actionnaires est source de coûts d'agence, notamment le coût de la délégation du contrôle au conseil d'administration[1616]. Inversement, d'autres soulignent les bienfaits d'isoler le conseil d'administration des assauts des actionnaires. Pour autant, sans renier le statut des actionnaires, ils soulignent l'importance des administrateurs dans le processus décisionnel, au motif que le conseil d'administration est au centre du nœud de contrat[1617]. De plus, son fonctionnement s'apparente à celui d'un organe de médiation entre les différents acteurs de la société[1618]. Sous cet angle, le conseil d'administration se place au-dessus des différents acteurs afin d'arbitrer les différents intérêts en présence. Selon l'expression consacrée, cette « director primacy » offrirait une meilleure compréhension de l'autonomie et de l'indépendance dont bénéficie le conseil d'administration en droit des sociétés[1619]. Toujours dans cette perspective, la maximisation de la richesse actionnariale reste la norme de référence pour la gestion de la société et les actions des administrateurs. Par conséquent, ce n'est pas le statut prioritaire des actionnaires qui est remis en cause, mais l'idée selon laquelle ils devraient disposer d'un droit de contrôle direct ou indirect sur le processus décisionnel[1620]. À ce propos, Stephen Bainbridge souligne le caractère disruptif de l'ingérence des actionnaires dans la prise de décision des administrateurs et justifie sa réticence face à un renforcement du droit de vote des actionnaires :

Active investor involvement in corporate decisionmaking seems likely to disrupt the

---

[1615] Cette littérature se regroupe au sein du courant « progressive corporate law » qui vise notamment à placer le travail et le capital sur un pied d'égalité, lire en ce sens Lorraine Talbot, *Progressive Corporate Governance for the 21st Century*, New York, Routledge, 2012 ; également Laurence E. Mitchell, *Progressive Corporate Law*, Boulder, Westview Press, 1995.

[1616] Grant M. Hayden et Matthew T. Bodie, « Shareholder Democracy and the Curious Turn Toward Board Primacy » (2010) 51 *William and Mary Law Review* 2071 à la p 2089.

[1617] Stephen M. Bainbridge, « Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance » (2003) 97 *Northwestern University Law Review* 547 à la p 559 et s.

[1618] Margaret M. Blair et Lynn A. Stout, « A Team Production Theory of Corporate Law » (1999) 85 *Virginia Law Review* 247 aux pp 280–281.

[1619] Stephen M. Bainbridge, « Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance » (2003) 97 *Northwestern University Law Review* 547 aux pp 591–592.

[1620] Stephen M. Bainbridge, « Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance » (2003) 97 *Northwestern University Law Review* 547 à la p 563.

> very mechanism that makes the widely held public corporation practicable: namely, the centralization of essentially nonreviewable decisionmaking authority in the board of directors. The chief economic virtue of the public corporation is that it provides a hierarchical decisionmaking structure well-suited to the problem of operating a large business enterprise with numerous employees, managers, shareholders, creditors, and other constituencies[1621].

Tous ceux qui sont d'avis de renforcer le rôle du conseil d'administration n'adhèrent pas à la norme de maximisation de la valeur actionnariale. Ainsi, les professeures Margaret Blair et Lynn Stout ne font pas de la maximisation de la richesse actionnariale la norme qui doit guider le conseil d'administration puisqu'elles adoptent clairement une approche partenariale de la gouvernance[1622].

Quoi qu'il en soit, circonscrire le pouvoir des actionnaires en limitant leur droit de vote est présenté comme une réplique à la posture court-termiste des actionnaires. Les actionnaires jugeraient l'efficacité de la gestion de la société et de leurs représentants en fonction d'une maximisation à court terme de la valeur de leurs actions[1623]. Pour faire échec à cette dynamique, diverses solutions sont proposées dans la littérature. Certaines des propositions avancées vont même jusqu'à vider le droit de vote de toute substance. Lawrence Mitchell préconise ainsi de faire du conseil d'administration un organe au fonctionnement autopoïétique puisqu'il propose :

> The solution was <u>to eliminate the institution of stockholder voting entirely and make the board self-perpetuating</u>. In other words, once the members of the board were put in place, either by a one-time stockholder vote or public appointment or something like it, the board itself was to fill the periodic vacancies resulting from death, resignation, and increases in board size by selecting the people to fill those vacancies [soulignement ajouté][1624].

De cette manière, les administrateurs se soustraient au contrôle des actionnaires et

---

[1621] Stephen M. Bainbridge, « Director Primacy and Shareholder Disempowerment » (2006) 119 *Harvard Law Review* 1735 à la p 1749.

[1622] Margaret M. Blair et Lynn A. Stout, « A Team Production Theory of Corporate Law » (1999) 85 *Virginia Law Review* 247 à la p 250.

[1623] Grant M. Hayden et Matthew T. Bodie, « Shareholder Democracy and the Curious Turn Toward Board Primacy » (2010) 51 *William and Mary Law Review* 2071 à la p 2092.

[1624] Lawrence E. Mitchell, *Corporate Irresponsibility: America's Newest Export*, New Haven, Yale University Press, 2001 à la p 112.

peuvent ainsi inscrire leur gestion dans une vision à long terme[1625]. À l'opposé du modèle traditionnel, il propose une rupture complète des liens entre le conseil et les actionnaires pour favoriser une gestion de l'entreprise à long terme[1626]. Toujours selon lui, toute réforme en faveur d'une plus grande démocratie actionnariale aboutirait à renforcer une vision court-termiste[1627]. On ne peut que craindre les conséquences d'une vision aussi radicale dans la mesure où il y a rupture totale de l'équilibre entre les actionnaires et le conseil d'administration. Par ailleurs, le professeur Lawrence Mitchell préconise idéalement la suppression pure et simple du droit de vote des actionnaires, ou à défaut d'empêcher tout renforcement de leurs droits[1628]. Ainsi, toute logique qui vise à rendre le conseil d'administration plus autonome fait craindre que les administrateurs n'aient plus à répondre de leur gestion auprès des actionnaires qui les ont élus. Il est à craindre non seulement que le conseil ne prenne pas des décisions dans leur intérêt, mais qu'il puisse sans risque prendre des décisions dans l'intérêt des seuls administrateurs et dirigeants.

Nonobstant, on ne peut nier l'existence au sein de la classe actionnariale d'une logique maximisatrice à court terme, tout comme nous ne pouvons pas nier la volonté de nombreux investisseurs d'avoir une gestion plus responsable et à long terme des sociétés dans lesquelles ils investissent[1629]. Bien que nous soutenions que le principe de la maximisation de la valeur actionnariale soit la norme à suivre pour une gouvernance efficiente, nous reconnaissons qu'il y a indubitablement des divergences au sein de la classe actionnariale sur les stratégies à mettre en œuvre pour y parvenir. Ainsi, on ne saurait conclure qu'à la poursuite d'un objectif unique correspond un ensemble de stratégies sur lequel les actionnaires ont la même posture[1630]. En

---

[1625] Lawrence E. Mitchell, *Corporate Irresponsibility: America's Newest Export*, New Haven, Yale University Press, 2001 à la p 119.

[1626] Lawrence E. Mitchell, « A Critical Look at Corporate Governance » (1992) 45 *Vanderbilt Law Review* 1263 à la p 1272.

[1627] Martin Lipton et Steven A. Rosenblum, « A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors » (1991) 58 *University of Chicago Law Review* 187 aux pp 205–214 (les auteurs préconisent l'allongement de la durée du mandat des membres du conseil d'administration).

[1628] Lawrence E. Mitchell, « The Legitimate Rights of Public Shareholders » (2009) 24 *Washington and Lee Law Review* 1635 à la p 1677.

[1629] Iman Anabtawi « Some Skepticism about Increasing Shareholder Power » (2006) 53 *University of California Law Review* 561 aux pp 579–583.

[1630] Grant M. Hayden et Matthew T. Bodie, « Arrow's Theorem and the Exclusive Shareholder Franchise » (2009)

effet, certaines factions voudront privilégier des rendements à court terme (et exiger une politique rigoureuse de distribution de dividendes) alors que d'autres souhaiteront voir la société s'engager dans une valorisation sur le long terme (et par exemple, valoriser une gestion partenariale ou plus responsable). On peut donc tenir pour acquis qu'il y a homogénéité des préférences des actionnaires sur le principe de maximisation de la richesse actionnariale, mais qu'il y a hétérogénéité des préférences sur les modalités à mettre en œuvre pour y parvenir. Ces modalités seront largement fonction de l'horizon temporel de détention des actions par les actionnaires, de la diversification de leurs portefeuilles, de leurs liens avec la société, ou de leur nature[1631]. Dans la mesure où les actionnaires ont droit à une fraction du résidu, il est dans leur intérêt d'en maximiser la valeur. À ce titre, les actionnaires ont des préférences identiques quant à la maximisation de la richesse. Selon Henry Hansmann et Reiner Kraakman, le droit des sociétés favorise la mise en œuvre de ce principe sur un horizon à long terme[1632].

De même, il y a aura également des divergences selon la manière dont est réparti le contrôle parmi les actionnaires ; ou encore par la mise en place de produits dérivés qui altèrent le droit aux profits et le droit de vote traditionnellement attachés aux actions[1633]. En effet, dans une société où il y a des blocs de contrôle, il est probable que les intérêts des majoritaires ne correspondent pas à ceux des minoritaires[1634]. Dans tous les cas, la distribution du droit de vote au sein de la société s'apparente à la distribution du droit de vote au sein de la vie politique. Le vote est un processus décisionnel collectif qui reflète les préférences des personnes intéressées au résultat de l'élection[1635]. En toute logique, le droit de vote doit refléter ses préférences lors

---

62 *Vanderbilt Law Review* 1217 aux pp 1230–1232.

[1631] Iman Anabtawi, « Some Skepticism About Increasing Shareholder Power » (2006) 53 *University of California Law Review* 561 aux pp 577–592.

[1632] Henry Hansmann et Reiner Kraakman, « The End of History for Corporate Law » (2001) 89 *The Georgetown Law Journal* 439 à la p 439.

[1633] Shaun Martin et Frank Partnoy, « Encumbered Shares » (2005) *University of Illinois Law Review* 775 aux pp 778–780 ; Iman Anabtawi et Lynn Stout, « Fiduciary Duties for Activist Shareholders » (2008) 60 *Stanford Law Review* 1255 à la p 1280.

[1634] Grant M. Hayden et Matthew T. Bodie, « One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity » (2008) 30 *Cardozo Law Review* 445 aux pp 477–480 ; Julien Le Maux, « La "coalition de contrôle". Un outil au service de la gouvernance » (2008) 181 *Revue française de gestion* 15 à la p 18.

[1635] Grant M. Hayden et Matthew T. Bodie, « One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity » (2008) 30 *Cardozo Law Review* 445 à la p 453 ; Grant M. Hayden et Matthew T. Bodie, « Shareholder Democracy and the Curious Turn Toward Board Primacy » (2010) 51 *William and Mary Law Review*

de l'élection.

Les défenseurs de la primauté actionnariale et ceux de la primauté des administrateurs sont majoritairement d'avis pour conserver la norme selon laquelle le conseil d'administration et les dirigeants sont responsables du fonctionnement et de la stratégie de l'entreprise. Mais les positions divergent quant à la corrélation positive, négative ou neutre entre la participation actionnariale et la performance de la société[1636]. Ultimement, cette corrélation détermine la pertinence de l'ampleur qui doit être accordée à la participation des actionnaires dans la gouvernance des sociétés par actions.

Selon nous, le droit des sociétés n'a pas vocation à permettre des arrangements institutionnels susceptibles de soustraire le conseil d'administration à toute logique de responsabilité à l'égard des actionnaires. À l'inverse, nous ne pensons pas non plus qu'il soit bon de tomber dans le vice opposé, celui de rendre le conseil redevable auprès d'une pluralité d'acteurs. En effet, n'oublions pas que l'autonomie et la discrétion dont bénéficient les administrateurs permettent un processus décisionnel efficient adapté à la réalité économique. Cela étant dit, le maintien de l'équilibre du pouvoir au sein des sociétés par actions dépend inéluctablement de la substance du droit de vote accordé aux actionnaires. Pour les raisons que nous avons exposées ci-dessus, nous ne préconisons certainement pas l'élargissement du droit de vote à d'autres parties prenantes de la société et pensons qu'il ne doit appartenir qu'aux seuls actionnaires. Nous pensons que le droit des sociétés doit permettre l'exercice effectif de ce droit, ou tout du moins habiliter à le faire. Nous adoptons une position conforme au modèle traditionnel de gouvernance des sociétés par actions. À ce titre, nous estimons que l'allocation du pouvoir aux actionnaires doit être exclusive, mais non absolue. Cette position peut être ainsi formulée : dans l'horizontalité des rapports de pouvoir, la primauté actionnariale est la règle alors que dans la verticalité des rapports, la primauté devient la subsidiarité. Autrement dit, le conseil d'administration et ses membres agissent conformément à l'objectif de maximisation de la richesse actionnariale. Cependant, cette subsidiarité n'implique aucunement l'absence de

---

2071 à la p 2103.

[1636] James McConvill, « Shareholder Empowerment as an End in Itself: A New Perspective on Allocation of Power in the Modern Corporation » (2007) 33 *Ohio Northern University Law Review* 1013 à la p 1027.

contrôle de la gestion opérée par les administrateurs et les dirigeants. Elle reconnaît simplement l'importance de la discrétion et de la liberté qui doivent être accordées au conseil pour leur gestion. On peut rapprocher cette analyse de celle qui sous-tend le régime des obligations fiduciaires[1637]. Cette discrétion managériale ne saurait donc être absolue. Il y a subsidiarité de la volonté actionnariale à celle du conseil sur les stratégies à mettre en œuvre pour satisfaire l'objectif de maximisation. Cette subsidiarité est donc essentielle au rôle d'arbitre que remplit le conseil d'administration sur les intérêts et les revendications qu'il juge conformes au bon exercice de sa mission.

Si individuellement l'actionnaire ne dispose pas d'un réel droit de contrôle, il en est tout autrement lorsqu'il agit de manière collective. Seul, l'actionnaire n'a pas d'autre choix que de vendre ses parts lorsqu'il est mécontent de la gestion et des résultats de la société dans laquelle il a investi. En effet, son vote seul n'a pas de poids significatif. Par contre, en permettant aux actionnaires de se rassembler, le droit offre la possibilité d'exercer un véritable contrôle de la gestion de la société. Autrement dit, individuellement l'actionnaire semble réduit à un investisseur passif alors que collectivement il devient un véritable participant au contrôle de la gestion, voire aux décisions et aux choix stratégiques pris. Envisager de la sorte, on saisit mieux pourquoi le droit de vote peut faire l'objet d'aménagements contractuels qui permettent d'agréger les préférences individuelles des actionnaires en une volonté collective par le jeu du principe de majorité. En précisant les modalités par lesquelles le droit de vote peut être aménagé, le droit des sociétés par actions offre des mécanismes pour la participation actionnariale. Ainsi, les conventions et les propositions d'actionnaires, ou le vote consultatif sont autant d'instruments qui permettent aux actionnaires d'accéder au forum décisionnel et de soumettre la rémunération des membres de la haute direction à leur examen critique. C'est dire que la législation en droit des sociétés met en œuvre un droit à la dissidence qui ne se limite pas au seul privilège des actionnaires de se départir de leur participation au capital de la société. Sur ce dernier point, une décision récente de la Cour supérieure de l'Ontario semble laisser l'opportunité aux sociétés d'aménager l'exercice du droit à la dissidence des actionnaires. En

[1637] Voir *supra* chapitre 2, section 2.

effet, dans la mesure où *The Ontario Business Corporations Act* dispose que « a holder of shares of any class or series entitled to vote on the resolution may dissent »[1638], il ressort de cette décision qu'il est possible de conditionner la dissidence des seuls actionnaires enregistrés sur les registres pour l'assemblée[1639].

Sous-section 2. — Le pouvoir comme prérogative finalisée

Le pouvoir actionnarial est une prérogative finalisée, d'une part, par le contrôle qu'il permet d'opérer sur la gestion de la société et, d'autre part, par les moyens disponibles aux actionnaires pour accompagner la direction de la société dans sa gestion.

Paragraphe 1. — L'exercice du pouvoir dans une logique de contrôle

En droit des sociétés, les jeux d'interactions entre les différents acteurs à la vie sociale peuvent être affectés par des conflits d'intérêts. Cet intérêt que l'on peut définir comme « l'utilité matérielle ou morale, actuelle ou future, en général égoïste, mais parfois altruiste, d'une personne physique ou morale, porteuse d'intérêt »[1640]. La situation de conflit d'intérêts qui est traditionnellement l'apanage de la théorie économique de l'agence dans la gouvernance des sociétés par actions peut être définie comme suit : « une situation dans laquelle les intérêts personnels d'une personne [morale ou physique] sont en opposition avec ses devoirs, lesquels tendent justement à la protection des intérêts dont elle a la charge »[1641]. Jusqu'à lors, nos développements se sont attachés au conflit classique entre les dirigeants et les actionnaires de la société par actions. Le conflit d'agence actionnaire-dirigeant, décrit par Berle et Means en 1932 et repris par Jensen et Meckling en 1976, n'est qu'un type de conflit d'agence. Un second type de conflit d'agence entre actionnaires majoritaires et minoritaires illustre les divergences d'intérêts au sein de la classe actionnariale. Comme nous l'avons présenté plus haut, la répartition du pouvoir dans la société oscille entre deux conceptions, d'une part, celle qui

---

[1638] Art 185(1) OBCA.

[1639] *Partners Value Investments Inc (Re)*, 2016 ONSC 6218 au para 26 (CanLII).

[1640] Pierre-François Cuif, « Le conflit d'intérêts, essai sur la détermination d'un principe juridique de droit privé » (2005) *Revue trimestrielle de droit commercial* 1 à la p 1.

[1641] Guy Canivet, « Propos introductifs – Les conflits d'intérêts : une question majeure pour le droit des affaires » 30e colloque de l'Association Droit et Commerce, présentée à Deauville, 1er et 2 avril 2006, en ligne : <www.courdecassation.fr/IMG/File/conflits_interets_propos_introductifs.pdf>.

accorde une prépondérance à l'actionnaire (« shareholder primacy ») et, d'autre part, celle qui souhaite accorder au conseil d'administration une plus grande autonomie et indépendance à l'égard de celui-ci (« director primacy »). Si les tenants de l'une et l'autre s'entendent sur l'objectif général à poursuivre, celui de la maximisation de la valeur au profit des actionnaires, elles diffèrent néanmoins quant aux modalités pour y parvenir. Ainsi, au renforcement de la prérogative actionnariale, celle d'un droit d'intervention dans la gestion de la société (notamment par le droit de vote), est opposée la consolidation de l'autorité dévolue au conseil d'administration.

Le rôle et le statut de l'actionnaire en droit et en économie contribuent à faire de la gestion de la société par actions un pouvoir partagé entre un organe collégial élu et une masse actionnariale plus ou moins éparse, aussi bien par son nombre que par ses intérêts. L'illustration posée en 1932 par Berle et Means est celle d'un actionnariat si dispersé qu'il contribue à rendre difficile l'expression d'une volonté collective tout en opérant un transfert du pouvoir des actionnaires vers la direction de la société. Conséquemment, les ressources de la société ne sont pas gérées en vue de maximiser la valeur actionnariale. Par l'entremise du droit d'élire les administrateurs, le droit des sociétés offre un procédé facilitant la gestion de l'entreprise et la mise en œuvre de l'objectif général de maximisation de la valeur actionnariale par des administrateurs compétents et indépendants. Cette délégation du pouvoir des actionnaires au conseil d'administration n'est pas absolue. En effet, les administrateurs et les dirigeants de sociétés par actions sont redevables auprès des actionnaires en vertu d'un régime d'obligations fiduciaires. L'exercice du pouvoir tout comme la prise de décision par les administrateurs et les dirigeants fait l'objet d'un encadrement par le droit et la jurisprudence[1642].

Bien que l'hypothèse sur la dispersion de l'actionnariat reflète dans l'ensemble la structure de propriété des sociétés américaines, la concentration de l'actionnariat est largement observable dans de nombreux pays[1643]. Malgré la persistance d'un actionnariat diffus aux États-

---

[1642] Voir *supra* chapitre 3 et 5.

[1643] Clifford G. Holderness, « The Myth of Diffuse Ownership in the United States » (2009) 22 *The Review of Financial Studies* 1377 ; Jean Tirole, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton, Princeton University Press, 2006 à la p 40 ; Julian Franks, Colin Mayer et Stefano Rossi, « Ownership: Evolution and Regulation » (2009) 22 *The Review of Financial Studies* 4009 à la p 4009.

Unis, on a relevé dès les années 1980 une tendance, certes marginale, à la concentration de l'actionnariat[1644]. À l'opposé, au Canada, la structure de propriété est largement différente de celle d'autres pays anglo-saxons, notamment des États-Unis puisque l'actionnariat y est largement concentré[1645]. Une étude menée au Canada en 2000 a révélé qu'il y avait une forte proportion de firmes canadiennes contrôlées par un actionnaire dominant de type familial[1646]. En 2003, une autre étude révélait que sur l'échantillon de sociétés étudiées soixante-trois pour cent d'entre elles avaient un actionnaire de contrôle détenant au moins vingt pour cent des droits de vote[1647]. Une étude plus récente, basée sur un échantillon de 117 sociétés cotées à la Bourse de Toronto sur la période 2008-2011, semble confirmer le particularisme de la situation actionnariale canadienne[1648]. En effet, sur l'ensemble des 117 sociétés qui forme l'échantillon, 30,3 % d'entre elles sont détenues majoritairement par un actionnaire de type familial, 28 % par un actionnaire institutionnel et 2,8 % le sont par l'État[1649]. Cette structure de propriété des firmes canadiennes contribuerait à rendre les petits actionnaires plus vulnérables à l'expropriation des

---

[1644] Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes et Andrei Shleifer, « Corporate Ownership around the World » (1999) 54 *The Journal of Finance* 471 à la p 496 ; Clifford G. Holderness et Denis P. Sheehan, « The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis » (1988) *20 Journal of Financial Economics* 317 à la p 319 ; Mark J. Roe, « Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control » (2000) 53 *Stanford Law Review* 539.

[1645] Richard Bozec, Mohamed Dia et Yves Bozec, « Corporate Ownership and Governance Practices in Canada: A Longitudinal Study » (2013) 4 *International Journal of Corporate Governance* 51 aux pp 56–57 ; Yves Bozec et Claude Laurin, « Large Shareholder Entrenchment and Performance: Empirical Evidence from Canada » (2008) 35 *Journal of Business Finance & Accounting* 25 ; Calin Valsan, « 2007: A Canadian Corporate Ownership Survey » (2010) 7 *The European Journal of Comparative Economics* 285 ; Yoser Gadhum, « Power of Ultimate Controlling Owners: A Survey of Canadian Landscape » (2006) 10 *Journal of Management Governance* 179 ; P. Someshwar Rao et Clifton R. Lee-Sing, « Les structures de régie, la prise de décision et le rendement des entreprises en Amérique du nord » (mars 1996) Industrie Canada Document de travail No 7, en ligne : <publications.gc.ca/collections/Collection/C21-24-7-1996F.pdf> aux pp 5–8.

[1646] Randall K. Morck, David A. Stangeland et Bernard Yeung, « Inherited Wealth, Corporation Control and Economic Growth: The Canadian Disease? » dans Ronald K. Morck et al, dir, *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press, 2000, 319 aux pp 319–371 ; Ronald J. Daniels et Paul Halpern, « Too Close for Comfort: The Role of the Closely Held Public Corporation in the Canadian Economy and the Implications for Public Policy » (1996) 26 *Canadian Business Law Journal* 11 aux pp 28 et s ; Randall K. Morck, « On the Economics of Concentrated Ownership » (1996) 26 *Canadian Business Law Journal* 63.

[1647] Najah Attig et Yoser Gadhoum, « The Governance of Canadian Traded Firms: An Analysis of the Ultimate Ownership Structure » (avril 2003), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=434160> à la p 6.

[1648] Nadia Hermassi, Fodil Adjaoud et Chaker Aloui, « The Effect of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure: Empirical Evidence from Canada » (2017) 32 *Gestion 2000* 95.

[1649] Nadia Hermassi, Fodil Adjaoud et Chaker Aloui, « The Effect of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure: Empirical Evidence from Canada » (2017) 32 *Gestion 2000* 95 à la p 102.

actifs de l'entreprise[1650]. Ainsi, lorsque l'actionnaire de contrôle occupe un poste de direction, la performance de la société est affectée négativement[1651]. Le constat d'une concentration du capital des sociétés par actions a fait naître d'autres rapports de pouvoirs, notamment celui de l'actionnaire de contrôle, et a poussé à l'adoption de règles visant la protection des actionnaires minoritaires[1652]. Le constat de préférences non homogènes parmi les actionnaires associé au phénomène de concentration du pouvoir par la détention d'une fraction conséquente du capital est susceptible de faire naître des rivalités entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires[1653]. Cette rivalité dans les revendications des uns et des autres est d'autant plus marquée lorsque l'actionnaire dominant participe activement à la gestion ou que son droit de vote est supérieur à la part du capital qu'il détient[1654].

À l'inverse de la relation entre actionnaires issue du modèle de Berle et Means, la concentration du capital entraîne une relation de nature différente. Effectivement, l'actionnaire de contrôle peut potentiellement influencer les activités de la société. Ils peuvent ainsi être en mesure de contrôler la politique d'investissement de la société, la politique de dividendes et les décisions opérationnelles. Bien que cette situation puisse s'avérer bénéfique pour une surveillance efficace de la direction, elle est également particulièrement problématique. En effet, le pouvoir de contrôle de l'actionnaire majoritaire peut perturber le principe d'égalité entre actionnaires en donnant lieu à des situations d'abus de pouvoir. Classiquement, le contrôle est indirect et s'exprime par l'élection d'administrateurs favorables au majoritaire ou par le jeu de

---

[1650] Najah Attig, « Excess Control and the Risk of Corporate Expropriation: Canadian Evidence » (2007) 24 *Canadian Journal of Administrative Sciences* 94 aux pp 103–104.

[1651] Paul André et Eduardo Schiehll, « Systèmes de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises » (2004) 7 *Finance Contrôle Stratégie* 165 aux pp 171–172, 188.

[1652] Mary Siegel, « The Erosion of the Law of Controlling Shareholders » (1999) 24 *Delaware Journal of Corporation Law* 27 aux pp 32 et s ; Anne-Laure Champetier de Ribes-Justeau, *Les abus de majorité, de minorité et d'égalité : Étude comparative des droits français et américain des sociétés*, Paris, Dalloz, 2010 à la p 2 ; Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, « Law and Finance » (1998) 106 *Journal of Political Economy* 1113.

[1653] Nina A. Mendelson, « A Control-Based Approach to Shareholder Liability for Corporate Torts » (2002) 102 *Columbia Law Review* 1203 à la p 1206 ; Andrei Shleifer et Robert Vishny, « A Survey of Corporate Governance » (1997) 52 *Journal of Finance* 737 à la p 759.

[1654] Joseph P. H. Fan, Stijn Claessens, Simeon Djankov et Larry H.P. Lang, « Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia » (juin 1999), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/ abstract=620647> à la p 5 (hypothèse testée dans le contexte asiatique).

participations croisées dans des groupes de sociétés. L'exercice du pouvoir actionnarial devient la source de conflits d'intérêts où un groupe d'actionnaires exerce sa prérogative, non pas pour satisfaire l'intérêt de la collectivité, mais bien pour satisfaire un intérêt personnel extérieur à l'entreprise, ou s'attribuer des avantages au détriment des autres membres du groupe[1655].

La présence d'un actionnaire majoritaire illustre une situation d'agence. D'un côté, la présence d'un actionnaire majoritaire peut s'avérer plus efficace pour surveiller la direction de la société que d'autres mécanismes issus du marché[1656]. La détention des droits de contrôle par un actionnaire majoritaire l'incite à user de sa prérogative afin d'assurer la promotion de ses intérêts[1657]. En effet, dans le cas d'investisseurs institutionnels, des recherches ont démontré leur potentiel disciplinaire à l'égard des dirigeants, compte tenu notamment de leurs ressources, de leur influence et de leur compétence[1658]. Cependant, la capacité de surveillance des investisseurs institutionnels est limitée et leur présence peut contribuer à amoindrir la valeur de la société, notamment en raison de la diversification de leur portefeuille[1659], de leur cooptation ou encore en raison de limites internes[1660]. De l'autre, sa présence fait craindre une rupture d'égalité entre l'actionnaire de contrôle et le minoritaire puisque le premier peut potentiellement s'approprier des bénéfices privés du contrôle[1661]. Autrement dit, la détention d'un bloc de contrôle permet de mitiger l'opportunisme managérial, mais s'accompagne d'un risque d'extraction de bénéfices

---

[1655] Dominique Schmidt, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, 2e éd, Paris, Joly éditions, 2004 à la p 27.

[1656] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305.

[1657] Mike Burkart, Denis Gromb et Fausto Panunzi, « Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm » (1997) 112 *The Quarterly Journal of Economics* 693 à la p 696.

[1658] Jeffrey G. MacIntosh, « The Role of Institutional and Retail Investors in Canadian Capital Markets » (1993) 31 *Osgoode Hall Law Journal* 371 ; Bernard S. Black, « Shareholder Passivity Reexamined » (1990) 89 *Michigan Law Review* 520 à la p 567 et s.

[1659] Richard A. Brealey, Stewart C. Myers et Franklin Allen, *Principles of Corporate Finance*, New York, McGraw-Hill/Irwin, 1980 aux pp 196–198.

[1660] Jeffrey G. MacIntosh et Lawrence P. Schwartz, « Do Institutional and Controlling Shareholders Increase Corporate Value? » dans Ronald J. Daniels et Randall Morck, dir, *Corporate Decision-Making in Canada*, Calgary, University of Calgary Press, 1995, 303 aux pp 310–314 ; Michel Patry et Michel Poitevin, « Why Institutional Investors Are Not Better Shareholders » dans Ronald J Daniels et Randall Morck, dir, *Corporate Decision-Making in Canada*, Calgary, University of Calgary Press, 1995, 340 aux pp 356–357.

[1661] Ronald J. Gilson et Jeffrey N. Gordon, « Controlling Controlling Shareholders » (2003) 152 *University of Pennsylvania Law Review* 785 à la p 785.

privés[1662]. La situation n'est pas problématique pour le minoritaire tant que l'avantage qui découle de la réduction des coûts d'agence attachés à la relation avec le dirigeant excède la valeur des bénéfices privés du contrôle[1663].

Puisque la dispersion du capital est à l'origine d'un problème de passager clandestin à cause d'une surveillance inadéquate de la direction, la concentration de la propriété est supposée être corrélée positivement à la valeur et à la performance de l'entreprise[1664]. Selon cette hypothèse, la formation de blocs de contrôle permet d'assurer une convergence des intérêts entre les dirigeants et les actionnaires[1665]. C'est là l'hypothèse classique reprise dans les travaux sur la théorie de l'agence, où le statut de dirigeant-actionnaire a une incidence positive sur la valeur boursière de la société puisque les coûts qu'il supporte, au titre d'actionnaire, augmentent corrélativement à sa participation dans le capital[1666]. Cependant, d'autres recherches révèlent que l'actionnariat du dirigeant affecte négativement la performance de la société notamment lorsqu'il poursuit une stratégie d'enracinement[1667]. La participation du dirigeant au capital de la société amoindrit l'efficacité disciplinaire des mécanismes de gouvernance. Selon le niveau de la participation actionnariale du dirigeant, l'efficacité disciplinaire des mécanismes de gouvernance peut s'en trouver amoindrie. En effet, plus la part de capital qu'il détient est grande, plus il est en mesure d'asseoir sa domination sur l'ensemble du processus décisionnel au sein

---

[1662] Julien Le Maux, « La "coalition de contrôle". Un outil au service de la gouvernance » (2008) 181 *Revue française de gestion* 15.

[1663] Ronald J. Gilson et Jeffrey N. Gordon, « Controlling Controlling Shareholders » (2003) 152 *University of Pennsylvania Law Review* 785 aux pp 785–786.

[1664] Mingfang Li et Roy L. Simerly, « The Moderating Effect of Environmental Dynamism on the Ownership and Performance Relationship » (1998) 19 *Strategic Management Journal* 169 à la p 171.

[1665] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 aux pp 308 et s ; Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, « Large Shareholders and Corporate Control » (1986) 94 *Journal of Political Economy* 461.

[1666] Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 à la p 321 ; Yves Bozec et Claude Laurin, « Concentration des droits de propriété, séparation entre participation au capital et contrôle des votes et performance opérationnelle des sociétés : une étude canadienne » (2004) 7 *Finance Contrôle Stratégie* 123 à la p 124.

[1667] Randall Morck, Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, « Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis » (1988) 20 *Journal of Financial Economics* 293 à la p 294 ; René M. Stulz, « Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control » (1988) 20 *Journal of Financial Economics* 25 à la p 27.

de la société[1668]. La concentration de la propriété entre les mains d'un nombre restreint d'actionnaires constitue une source de coûts d'agence, et peut mener à une redistribution de la richesse inefficiente, notamment à l'égard des minoritaires[1669]. L'actionnaire dominant peut s'approprier des avantages issus de la gestion de la société. En effet, le ou les groupes qui exercent un contrôle sur la société sont en mesure d'accaparer les richesses créées au détriment des actionnaires minoritaires[1670]. Les bénéfices privés correspondent aux situations où l'actionnaire de contrôle est en mesure de s'attribuer une plus grande part des richesses créées par la société que celle initialement permise par sa participation au capital[1671].

Une revue de la littérature permet de constater que la notion de bénéfice privé est large et englobe de nombreuses situations où le bénéfice privé peut avoir ou non une valeur pécuniaire. Classiquement, dans la relation d'agence entre le dirigeant et l'actionnaire, le contrôle dont disposent les dirigeants et les administrateurs peut leur permettre de rechercher divers bénéfices privés, tels que le prestige, la recherche de meilleures perspectives de carrière, leur enracinement ou l'octroi d'avantages excessifs[1672]. Pour Grossman et Hart, le bénéfice privé correspond aux gains de synergie réalisés par un acquéreur lors d'une fusion-acquisition, à la capacité de contraindre les minoritaires à céder leurs titres à un prix inférieur à celui du marché, aux avantages du contrôle, et le détournement des ressources[1673]. Dans le contexte des batailles

---

[1668] Ronald J. Daniels et Paul Halpern, « Too Close for Comfort: The Role of the Closely Held Public Corporation in the Canadian Economy and the Implications for Public Policy » (1996) 26 *Canadian Business Law Journal* 11 aux pp 16–17.

[1669] Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, « Large Shareholders and Corporate Control » (1986) 94 *Journal of Political Economy* 461 ; Clifford G. Holderness, Randall S. Kroszner and Denis P. Sheehan, « Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression » (1998) 54 *The Journal of Finance* 435 à la p 465.

[1670] Julien Le Maux, « Les bénéfices privés : une rupture de l'égalité entre actionnaires » (2003) 6 *Finance Contrôle Stratégie* 63 à la p 64 ; Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305 à la p 312 (les auteurs réfèrent aux actionnaires minoritaires « […] the outside shareholder … [that] bear only a fraction of the costs of any non-pecuniary benefits … [the owner-manager] takes out in maximizing his own utility »).

[1671] Sanford J. Grossman et Oliver D. Hart, « One Share-One Vote and the Market for Corporate Control » (1988) 20 *Journal of Financial Economics* 175 ; Milton Harris et Artur Raviv, « Corporate Control Contests and Capital Structure » (1988) 20 *Journal of Financial Economics* 55 ; Milton Harris et Artur Raviv, « Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules » (1988) 20 *Journal of Financial Economics* 203.

[1672] Rajesh K. Aggarwal et Andrew A. Samwick, « Why Do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered » (2003) 58 *The Journal of Finance* 71 à la p 72.

[1673] Sanford J. Grossman et Oliver D. Hart, « One Share-One Vote and the Market for Corporate Control » (1988)

de procurations, les bénéfices privés du contrôle correspondent à toute valeur capturée par l'actionnaire-contrôleur après le conflit et qui n'est pas partagée avec les autres actionnaires[1674]. Les bénéfices privés du contrôle de l'actionnaire majoritaire sont autant d'expropriations de richesses au détriment des actionnaires minoritaires. Ainsi, entrent dans cette définition tous les procédés par lesquels l'actionnaire dominant détourne des bénéfices à son seul profit, comme le versement de rémunérations avantageuses, les transactions intéressées, les délits d'initiés ou l'émission d'actions à prix minoré pour leur compte[1675]. Dans sa dimension pécuniaire, les bénéfices privés du contrôle sont le résultat de la technique du « tunneling » qui vise l'expropriation des minoritaires par le transfert des actifs à l'extérieur de la société au bénéfice de l'actionnaire majoritaire par deux types d'arrangements[1676]. Le premier arrangement vise les transactions intéressées et qui sont relatives à la vente d'actifs et au prix de transfert, à une rémunération (notamment quand le majoritaire occupe un poste de direction) et à des occasions d'affaires. Le second arrangement concerne les transactions financières qui ont trait à des délits d'initiés, à la dilution du capital social par l'émission d'actions, à la cession forcée des actions des minoritaires ou encore à la garantie d'emprunt[1677].

La participation majoritaire d'un actionnaire au capital de la société revêt une valeur indéniable. Effectivement, la participation au capital social confère aux détenteurs des titres : un droit à une part proportionnelle au patrimoine net de la société ou de ses actifs ; le droit à une part proportionnelle des distributions de la société ou de ses revenus ; et un droit de participation proportionnel à la gestion de la société, c'est-à-dire sa valeur de contrôle[1678].

---

20 *Journal of Financial Economics* 175 à la p 177.

[1674] Lucian Arye Bebchuk et Marcel Kahan, « A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests » (1990) 78 *California Law Review* 1071 à la p 1090.

[1675] John C. Coffee, « Do Norms Matter? A Cross-Country Evaluation » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 2151 aux pp 2157–2158.

[1676] Vladimir Atanasov, Bernard Black et Conrad S. Ciccotello, « Law and Tunneling » (2011) 37 *Journal of Corporation Law* 1 ; Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes et Andrei Shleifer, « Tunneling » (2000) 90 *American Economic Review* 22 à la p 22.

[1677] Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes et Andrei Shleifer, « Tunneling » (2000) 90 *American Economic Review* 22 aux pp 22–23.

[1678] Paul Hanouna, Atulya Sarin, and Alan C. Shapiro, « Value of Corporate Control: Some International Evidence » (2001) en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=286787> aux pp 7–8.

La fonction principale de la législation sur le droit des sociétés est de faciliter l'échange et la coopération entre les agents économiques, notamment par la mise en place de mécanismes luttant contre l'opportunisme des parties prenantes à la société[1679]. Une structure de gouvernance efficiente doit dès lors proposer des solutions aux trois sources principales d'opportunisme : les conflits entre dirigeants et actionnaires, les conflits entre les actionnaires et les autres parties prenantes, et les conflits entre les actionnaires majoritaires et minoritaires, lesquels font l'objet du présent développement[1680]. Ainsi, la forme sociétaire permet l'organisation du pouvoir entre différents intervenants. L'étendue des pouvoirs de chaque intervenant est délimitée soit par la loi soit par le contrat. Le fonctionnement de la société est donc un enjeu de pouvoirs dont le droit et la jurisprudence tentent d'en faire respecter le partage et d'en limiter les usages abusifs et injustes. Jusqu'à lors, nous avons principalement exploré le conflit de pouvoirs entre dirigeants, administrateurs et actionnaires, notamment autour de la question de la rémunération des dirigeants. Puisque l'objectif du droit des sociétés est de faciliter la coopération, il vise nécessairement à résoudre les problèmes d'action collective liés à la classe actionnariale, qu'elle soit diffuse ou concentrée. Comme nous le verrons dans notre seconde section, le droit des sociétés permet aux actionnaires d'exercer un droit de contrôle, notamment par le vote sur un certain nombre de questions. Pour lutter contre les problèmes d'action collective, la législation sur les sociétés permet d'organiser la délégation de l'autorité décisionnelle entre les mains d'un nombre réduit de participants. En effet, cette organisation de la prise de décision permet de réduire les coûts de l'action collective, notamment ceux qui sont associés à l'information et l'expression d'une volonté collective à l'ensemble des actionnaires[1681]. Par conséquent, le droit des sociétés n'envisage que de manière limitée la participation directe des actionnaires à la prise de décision[1682].

[1679] John Armour, Henry Hansmann et Reinier Kraakman, « What Is Corporate Law? » dans Reiner Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2e éd, New York, Oxford University Press, 2009, 1 à la p 2.

[1680] Luca Enriques, Henry Hansmann et Reinier Kraakman, « The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class » dans Reiner Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2e éd, New York, Oxford University Press, 2009, 55 à la p 55.

[1681] Henry Hansmann, *The Ownership of Enterprise*, Cambridge, Harvard University Press, 1996 aux pp 35, 39–40.

[1682] Henry Hansmann, *The Ownership of Enterprise*, Cambridge, Harvard University Press, 1996 à la p 72.

Classiquement, la loi, les statuts de la société ainsi que les principes d'*equity* déterminent l'étendue du pouvoir de contrôle de l'actionnaire en prévoyant les matières pour lesquelles son vote est requis. Cependant, la concentration du pouvoir et du contrôle autour d'actionnaires majoritaires et des dirigeants fait craindre des abus. Dès lors, le seul rempart aux abus des minoritaires par les majoritaires est le recours au juge[1683]. En conséquence, les recours judiciaires sont complémentaires aux droits des minoritaires puisqu'ils permettent d'en définir le contenu[1684]. Comme a pu l'exprimer le Lord Chief Justice Holt dans la décision *Ashby v White* en 1703 : « If the plaintiff has a right he must of necessity have the means to vindicate and maintain it, and a remedy if he is injured in the exercise or enjoyment of it; and indeed it is a vain thing to imagine a right without a remedy; for want of right and want of remedy are reciprocal »[1685].

Autrement dit, la loi n'encourage pas la participation directe des actionnaires à la prise de décision, mais le juge veille à offrir des garanties à la protection de l'intérêt des actionnaires[1686]. La préoccupation centrale de la gouvernance des sociétés par actions est la défense des intérêts des actionnaires pris dans leur ensemble. Puisque des conflits d'agence minent les relations entre majoritaires et minoritaires, elle doit également être en mesure de modérer le pouvoir majoritaire lorsque celui-ci crée un déséquilibre dans la répartition de la richesse[1687].

Dans notre cinquième chapitre sur le contrôle de la rémunération, nous avons présenté

[1683] Victor Joffe, David Drake, Giles Richardson, Tim Collingwood et Daniel Lightman, *Minority Shareholders: Law, Practice and Procedure*, 4e éd, New York, Oxford University Press, 2011 à la p 1.

[1684] Victor Joffe, David Drake, Giles Richardson, Tim Collingwood et Daniel Lightman, *Minority Shareholders: Law, Practice and Procedure*, 4e éd, New York, Oxford University Press, 2011 à la p 2.

[1685] *Ashby v White*, (1703) 2 Ld Raym 938, 953, tel que cité dans Victor Joffe, David Drake, Giles Richardson, Tim Collingwood et Daniel Lightman, *Minority Shareholders: Law, Practice and Procedure*, 4e éd, New York, Oxford University Press, 2011 à la p 2 ; voir également Howard Gillman et Mark A. Graber, *The Complete American Constitutionalism: Introduction and the Colonial Era*, New York, Oxford University Press, 2015 aux pp 390–394.

[1686] Luca Enriques, Henry Hansmann et Reinier Kraakman, « The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class » dans Reiner Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2e éd, New York, Oxford University Press, 2009, 55 aux pp 78–79.

[1687] Luca Enriques, Henry Hansmann et Reinier Kraakman, « The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholders Constituencies » dans Reiner Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2e éd, New York, Oxford University Press, 2009, 89 aux pp 89–90.

les recours judiciaires disponibles pour les actionnaires qui contestent un régime de rémunération abusif[1688]. Rappelons que la Cour suprême du Canada dans sa décision *Kelvin Energy Ltd c Lee*[1689] a souligné la finalité du recours pour abus. Ainsi, le recours pour oppression est un instrument qui vise à préserver l'équilibre des intérêts dans la société particulièrement lorsque les actions et les décisions prises témoignent d'une discrimination, d'une iniquité, ou d'une expropriation au regard des droits du demandeur à l'action[1690]. Dans le contexte des conflits d'intérêts entre les majoritaires et les minoritaires, la décision de la Cour de justice de l'Ontario *Arthur v Signum Communications Ltd*[1691] identifie trois situations constitutives d'abus de majorité :

> (iv) discrimination between shareholders with the effect of benefiting the majority shareholder to the exclusion or to the detriment of the minority shareholder;
>
> (v) lack of adequate and appropriate disclosure of material information to the minority shareholders; and
>
> (vi) a plan or design to eliminate the minority shareholder[1692].

Classiquement, sont identifiées comme des situations d'abus les fraudes, les détournements de fonds et d'actifs, mais également l'ensemble des cas où la société est gérée de manière à conférer des avantages seulement à une partie des actionnaires. Les articles 241 LCSA et les articles 450 à 453 de la LSA offrent à une série de demandeurs, dont les minoritaires, la possibilité d'engager un recours pour oppression. Contrairement à l'action oblique, le recours en cas d'abus offre une plus grande protection contre les comportements abusifs ou injustes d'une société ou de ses administrateurs à l'égard des intérêts des personnes qui en subissent les effets négatifs[1693]. Si la partie intéressée est en mesure de prouver qu'elle subit les conséquences d'un abus, d'un préjudice injuste ou d'une omission de prendre en compte ses intérêts, le tribunal sera chargé de redresser la situation[1694]. Cependant, pour qu'il y

---

[1688] Voir *supra* chapitre 5, section 2.
[1689] *Kelvin Energy Ltd c Lee*, 1992 CanLII 38 (CSC).
[1690] *Kelvin Energy Ltd c Lee*, 1992 CanLII 38 (CSC).
[1691] [1991] OJ No 86, 25 ACWS (3e) 485 (QL) (Gen Div).
[1692] 1991 CarswellOnt 3126 au para 132, [1991] OJ No 86, 25 ACWS (3e) 58 (WL Can).
[1693] *BCE Inc c Détenteurs de débentures 1976*, [2008] RCS 560 à la p 586, au para 45.
[1694] Art 241(2) LCSA ; *BCE Inc c Détenteurs de débentures de 1976*, [2008] 3 RCS 560 à la p 590, au para 56.

ait réparation du préjudice, le tribunal doit déterminer si les attentes raisonnables de l'intéressé ont été frustrées. À cette fin, pour déterminer le caractère préjudiciable ou non de l'acte contesté, le tribunal prend en compte plusieurs facteurs : « les pratiques commerciales courantes, la nature de la société, les rapports entre les parties, les pratiques antérieures, les mesures préventives qui auraient pu être prises, les déclarations et conventions, ainsi que la conciliation équitable des intérêts opposés de parties intéressées »[1695].

Bien que la législation autorise un large nombre de personnes à intenter un recours pour abus, nous portons notre attention dans le présent chapitre aux seuls actionnaires[1696]. Ainsi, le recours judiciaire est un instrument utilisé par des actionnaires minoritaires qui contestent des actes pris par la société, entre les mains de majoritaires, et qui leur porte préjudice. Plus rarement néanmoins, il arrive que des actionnaires majoritaires ou détenteurs d'actions à égalité de parts en fassent usage[1697]. Dans une décision rendue par la Cour supérieure du Québec, le juge est intervenu pour annuler une émission d'actions à la demande de l'actionnaire majoritaire[1698]. En l'espèce, le tribunal a considéré que l'émission d'action à vil prix opérée par l'actionnaire minoritaire, seul administrateur de la société, n'avait que pour seul but de faire passer le contrôle de la société à un autre actionnaire[1699].

En vertu de l'article 241(2) LCSA et de l'article 450 LSA, un recours pour abus peut être intenté par l'actionnaire d'une filiale qui s'estime lésé par le comportement de la société mère. Dans la décision *Ford Motors Co of Canada v Ontario Municipal Employees Retirement Board*, le tribunal est intervenu pour indemniser les actionnaires de la filiale canadienne de Ford au motif que les opérations imposées par la société mère américaine avaient violé les attentes raisonnables des actionnaires en faisant subir à leurs actions une perte de valeur[1700]. Dans les

---

[1695] *BCE Inc c Détenteurs de débentures de 1976*, [2008] 3 RCS 560 à la 590 aux para 70–88, spéc. 72 ; *Luebke v Manluk Industries Inc*, [2013] AJ No 506 aux para 32–33, 67 (QB) ; *Brassard c Forget*, 2010 QCCS 1530 aux para 93–100.

[1696] Art 238 et 241 LCSA.

[1697] *Pavone v 603631 Ontario Limited et al*, 2013 ONSC 5172 (CanLII) aux para 19–20 ; *UPM-Kymmene Corp v UPM-Kymmene Miramichi Inc*, 2004 CanLII 9479 au para 2 (On CA) ; *GATX Corp v Hawker Siddeley Canada Inc*, 1996 CanLII 8286 au para 148 (On SC).

[1698] *Pelletier c Recyclage Yamaska inc*, 1992 CarswellQue 1476 (WL Can).

[1699] *Pelletier c Recyclage Yamaska inc*, 1992 CarswellQue 1476 aux para 27, 32, 67 (WL Can).

[1700] *Ford Motor Company of Canada Ltd v Ontario Municipal Employees Retirement Board*, 2006 CanLII 15 aux

sociétés ouvertes, le recours pour abus vise principalement à contester un acte qui porte atteinte aux attentes financières raisonnables des actionnaires[1701]. Dans une recension des recours pour oppression intentés au Canada entre 1995 et 2001, les comportements contestés visaient : le détournement des profits, l'utilisation des profits pour l'usage personnel des majoritaires, l'exclusion du demandeur au fonctionnement de la société et la modification de la part proportionnelle des actionnaires[1702]. Généralement, les opérations d'acquisitions ou de restructurations font craindre que les majoritaires usent de leur position privilégiée et dominante pour s'approprier des bénéfices qui ne seront pas perçus par les autres actionnaires[1703]. Comme l'illustre l'affaire *BCE*, la décision litigieuse peut porter atteinte à une catégorie de valeurs mobilières, telles les débentures ou les obligations[1704]. En l'espèce, la Cour suprême a considéré que les attentes raisonnables des détenteurs de débentures n'avaient pas été frustrées au regard notamment des « pratiques commerciales, la taille, la nature et la structure de la société, les rapports entre les parties, les pratiques antérieures, l'omission de négocier une protection, les conventions et déclarations, ainsi que la conciliation des intérêts opposés »[1705].

Dans les sociétés par actions, les griefs sont habituellement adressés à une décision particulière qui porte atteinte aux intérêts économiques de certains membres. Par exemple, dans la recension des recours pour oppression au Canada entre 1995 et 2001, 32 % d'entre eux visaient la décision fixant les modalités de rachat d'actions[1706]. L'atteinte aux intérêts économiques d'un ou plusieurs membres oblige le tribunal à identifier les attentes raisonnables des parties. À cette fin, les actes juridiques et les documents formels occupent une place

---

para 41, 61–62 (On CA).

[1701] Stephanie Ben-Ishai et Poonam Puri, « The Canadian Oppression Remedy Judicially Considered 1995–2001 » (2004) 30 *Queen's Law Journal* 79 aux pp 82–83.

[1702] Stephanie Ben-Ishai et Poonam Puri, « The Canadian Oppression Remedy Judicially Considered 1995–2001 » (2004) 30 *Queen's Law Journal* 79 aux pp 89–90 ; Brian R. Cheffins, « An Economic Analysis of the Oppression Remedy: Working towards a More Coherent Picture of Corporate Law » (1990) 40 *The University of Toronto Law Journal* 775 aux pp 777–778.

[1703] Raymonde Crête, Philippe D'Anjou et Martin Côté, « Redressement en cas d'abus ou d'iniquité » dans JurisClasseur Québec, coll Droit des affaires, *Droit des sociétés*, fasc 14, Lexis Nexis (QL) au para 43.

[1704] *BCE Inc c Détenteurs de débentures de 1976*, [2008] ACS no 37, [2008] 3 RCS 560 (QL).

[1705] *BCE Inc c Détenteurs de débentures de 1976*, [2008] 3 RCS 560 au para 107 (QL).

[1706] Stephanie Ben-Ishai et Poonam Puri, « The Canadian Oppression Remedy Judicially Considered 1995–2001 » (2004) 30 *Queen's Law Journal* 79 à la p 113 (graphique).

prépondérante. Bien que l'identification des attentes raisonnables émane des pratiques commerciales, du secteur d'activité de l'entreprise et de la pratique passée de la société, les documents écrits tels que les prospectus, les circulaires d'information et d'offre, les communiqués de presse et les matériels promotionnels sont centraux dans l'analyse du tribunal[1707]. De même, les relations entre les parties, les accords, les représentations, les précautions prises par le demandeur et la résolution des conflits entre les parties prenantes sont autant de facteurs utiles pour la détermination des attentes raisonnables des parties[1708]. À cela s'ajoute l'ensemble des documents relatifs à la représentation auprès des actionnaires et du public qui font l'objet d'une attention particulière par les tribunaux[1709].

Selon l'article 241(2)(b) LCSA, si la manière dont la société conduit ses activités commerciales ou ses affaires internes entraîne un préjudice injuste ou une omission de tenir compte le tribunal doit procéder au redressement de la situation. Ainsi, dans la décision *BCE*, la Cour suprême du Canada a énuméré des exemples de comportements injustes et préjudiciables :

> L'éviction d'un actionnaire minoritaire, l'omission de divulguer des transactions avec des apparentés, la modification de la structure de la société pour changer radicalement les ratios d'endettement, l'adoption d'une "pilule empoisonnée" pour éviter une OPA, le versement de dividendes sans déclaration formelle, le fait de privilégier certains actionnaires par le paiement d'honoraires de gestion et le paiement aux administrateurs d'honoraires plus élevés que la norme appliquée dans le secteur d'activité en cause[1710].

Comme nous l'avons déjà présenté, l'adoption d'un régime de rémunération excessif par le conseil d'administration peut servir de fondement à un recours pour abus au sens de l'article 241 LCSA[1711]. De même, le paiement de frais de gestion par la filiale à la société mère peut être constitutif d'un préjudice justifiant un recours pour abus[1712]. D'autres exemples

---

[1707] *Jaguar Financial Corp v Alternative Earth Resources Inc*, 2015 BCSC 2436 au para 83 (CanLII).

[1708] *BCE Inc v 1976 Debentureholders*, [2008] 3 SCR 560, 2008 SCC 69 au para 72 (CanLII).

[1709] *Computershare Trust Co of Canada v Crystallex International Corp*, 2009 CarswellOnt 7997 au para 73 (d), conf par 2010 CarswellOnt 3374 (WL Can) ; *Greenlight Capital Inc v Stronach*, 2006 CanLII 36620 au para 13 (On SC), conf par 2008 CanLII 34359 (On SCDC) ; *BCE Inc v 1976 Debentureholders*, [2008] 3 SCR 560, 2008 SCC 69 au para 80 (CanLII).

[1710] *BCE Inc c Détenteurs de débentures de 1976*, [2008] 3 RCS 560 au para 108, [2008] ACS n 37.

[1711] Voir *Supra* Chapitre 5 ; *UPM-Kymmene Corp v UPM-Kymmene Miramichi Inc*, [2002] OJ No 2412 (SC), conf par [2004] OJ No 636 (CA).

[1712] *Carlson Family Trust v MPL Communications Inc*, 2009 ABQB 77 au para 197.

d'interventions judiciaires peuvent être relevés en jurisprudence. Dans la décision *Ford Motors Co of Canada v Ontario Municipal Employees Retirement Board* que nous avons mentionné plus haut, la Cour d'appel d'Ontario a considéré que les opérations entre la filiale et la société mère étaient de nature préjudiciable[1713]. En effet, la Cour a jugé que les politiques de transfert de prix mises en place par la société mère américaine désavantageaient la filiale canadienne et étaient oppressives à l'égard des actionnaires minoritaires de celle-ci[1714]. Dans la décision *Palmer v Carling O'Keefe Breweries of Canada Ltd*, la cour a dû juger si la fusion entre une société canadienne et une société australienne avait eu des conséquences irraisonnables sur les actionnaires minoritaires canadiens[1715]. En effet, à la suite de l'opération de fusion, les actionnaires de la société canadienne se sont retrouvées parties à une nouvelle société lourdement endettée et membre d'un conglomérat australien. La Cour a donc considéré que l'opération contestée affectait injustement les intérêts des minoritaires[1716]. On ne peut donc, sous prétexte qu'une opération envisagée satisfait une majorité d'actionnaires, priver les minoritaires de leurs droits et porter atteinte à leurs intérêts économiques. En l'espèce, la cour d'appel a considéré que : « the persons who bought the preference shares, at least those who did so before the take-over, had not intended to invest in, or be dependent upon Elders [the buying company]. They had invested in a Canadian brewing company, not an Australian conglomerate »[1717]. Par ailleurs, en autorisant l'opération de fusion, les administrateurs de la société canadienne ont injustement méconnu et porté atteinte aux intérêts des détenteurs d'actions préférentielles en modifiant radicalement la nature de leur sûreté et en leur imposant un droit de réclamation à l'égard de la société acquéreuse auquel il n'avait jamais convenu[1718].

[1713] *Ford Motor Company of Canada Ltd v Ontario Municipal Employees Retirement Board*, 2006 CanLII 15 (On CA).

[1714] *Ford Motor Company of Canada Ltd v Ontario Municipal Employees Retirement Board*, 2006 CanLII 15 aux para 41, 60 (On CA) ; Paul Martel, « Les devoirs de prudence, de diligence et de compétence des administrateurs de société par actions fédérales – impact du Code civil du Québec » (2008) 42 *Revue juridique Thémis* 235 à la p 257.

[1715] *Palmer v Carling O'Keefe Breweries of Canada Ltd*, 1989 CanLII 4355 (On SC).

[1716] Raymonde Crête, Philippe D'Anjou et Martin Côté, « Redressement en cas d'abus ou d'iniquité » dans JurisClasseur Québec, coll Droit des affaires, *Droit des sociétés*, fasc 14, Lexis Nexis (QL) au para 73.

[1717] *Palmer v Carling O'Keefe Breweries of Canada Ltd* (Div Ct), 1989 CanLII 4355 (On SC).

[1718] *Palmer v Carling O'Keefe Breweries of Canada Ltd* (Div Ct), 1989 CanLII 4355 (On SC) ; Deborah A. DeMott, « Oppressed but Not Betrayed: A Comparative Assessment of Canadian Remedies for Minority Shareholders and

Paragraphe 2. — L'exercice du pouvoir dans une logique d'accompagnement

Dans la mesure où il n'existe pas un type unique d'actionnaire, la détermination et la définition du pouvoir actionnarial sont donc complexes[1719]. S'il peut sembler épineux d'en poser une définition précise, on doit néanmoins saisir l'enjeu du pouvoir pour les actionnaires[1720]. Le pouvoir de l'actionnaire s'apprécie au regard de sa capacité à influencer ou à dominer ceux qui assurent la gestion de la société[1721]. Ainsi, certains d'actionnaires sont présumés disposer par nature d'un plus grand pouvoir, c'est le cas par exemple des investisseurs institutionnels et des fonds d'investissement. De même, le pouvoir des actionnaires est plus grand lorsqu'ils agissent collectivement. Si l'emprise des actionnaires s'exerce avant tout sur la gestion et le contrôle de la société, il n'est pas anecdotique de constater qu'elle peut s'exercer dans une certaine mesure sur le législateur[1722]. Par ailleurs, comme nous en avons fait état plus haut, la structure de l'actionnariat, qu'elle soit concentrée ou dispersée influe sur la dynamique du pouvoir[1723].

Classiquement, l'étendue des droits et de la protection accordée aux actionnaires dépendent de la manière dont ils sont envisagés. D'une part, ils sont parfois présentés comme une partie prenante impuissante qui doit faire l'objet d'une protection accrue, notamment de la part du juge et du législateur. De l'autre, leur pouvoir est considéré si vaste qu'il est envisagé de le mobiliser comme mécanisme de gouvernance[1724]. Selon que l'on envisage les bienfaits ou les méfaits du pouvoir actionnarial, la structure de la gouvernance de la société va s'organiser

---

Other Corporate Constituents » (1993) 56 *Law and Contemporary Problems* 181 aux pp 217–218.

[1719] Mark T. Moore, *Corporate Governance in the Shadow of the State*, Oxford, Hart Publishing, 2013 aux pp 17–18.

[1720] Marcel Kahan et Edward Rock, « Embattled CEOs » (2010) 88 *Texas Law Review* 987 aux pp 992–995.

[1721] Harwell Wells, « Shareholder Power in America, 1800–2000: A Short History » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 13 à la p 13.

[1722] Paul L. Davies, « Shareholders in the United Kingdom » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 355.

[1723] Klaus J. Hopt, « American Corporate Governance Indices as Seen from a European Perspective » (2009) 156 *University of Pennsylvania Law Review PENNumbra* 27 aux pp 30–33.

[1724] Jennifer G. Hill, « Images of the Shareholder—Shareholder Power and Shareholder Powerlessness » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 53 à la p 54 ; John C. Coffee, « Shareholders versus Managers: The Strain in the Corporate Web » (1986) 85 *University of Michigan Law Review* 1 aux pp 107–108.

vers une « shareholder primacy » ou vers une « director primacy ». Lorsque le pouvoir actionnarial est perçu négativement, le droit des sociétés tend à s'incliner face aux dirigeants, au détriment des actionnaires. Les règles juridiques sont ainsi érigées à la faveur de la discrétion managériale pour faire rempart à l'opportunisme actionnarial[1725]. Toutefois, les récentes évolutions législatives s'orientent vers une conception optimiste du pouvoir actionnarial[1726]. Le renforcement du rôle de l'actionnaire au sein de la société est présenté comme un attribut positif de la structure de gouvernance modifiant la perception traditionnelle de l'actionnaire passif et apathique[1727].

L'émergence de l'actionnariat institutionnel a largement contribué à la modification de l'équilibre du pouvoir au sein de la société par actions et a envisagé des rôles nouveaux pour l'actionnaire[1728]. L'activisme et la participation des actionnaires à la gouvernance deviennent des préoccupations centrales au débat pour une meilleure intendance de la société par actions[1729]. À ce stade, il convient de préciser que les notions d'activisme, d'intendance et d'engagement illustrent le phénomène selon lequel les actionnaires s'impliquent dans la gestion de la société. Si ces notions manifestent une démarche proactive, cela ne doit pas masquer les divergences de choix et de stratégies qui les distinguent[1730]. Quoi qu'il en soit, la dynamique à l'œuvre vise la

---

[1725] Gregory A. Mark, « The Corporate Economy: Ideologies of Regulation and Antitrust, 1920–2000 » dans Michael Grossberg et Christopher Tomlins, dir, *The Cambridge History of Law in America, Volume 3: The Twentieth Century and After (1920-)*, New York, Cambridge University Press, 2008, 613 aux pp 637–638.

[1726] Jennifer G. Hill, « Images of the Shareholder—Shareholder Power and Shareholder Powerlessness » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 53 à la p 54.

[1727] Harwell Wells, « Shareholder Power in America, 1800–2000: A Short History » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 13 à la p 23 et s.

[1728] Bernard S. Black, « Shareholder Passivity Reexamined » (1990) 89 *Michigan Law Review* 520 ; Mark J. Roe, « A Political Theory of American Corporate Finance » (1991) 91 *Columbia Law Review* 10 ; Edward B. Rock, « The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism » (1991) 79 *Georgetown Law Journal* 445.

[1729] Marco Becht, Julian Franks, Colin Mayer et Stefano Rossi, « Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund » (2010) 23 *The Review of Financial Studies* 3093 ; Stuart L. Gillan et Laura T. Starks, « The Evolution of Shareholder Activism in the United States » (2007) 19 *Journal of Applied Corporate Finance* 55 ; James Kim et Jason D. Schloetzer, *Global Trends in Board-Shareholder Engagement* (1er octobre 2013), The Conference Board Director Notes, Georgetown McDonough School of Business Research Paper, en ligne : Science Social Research Network <https://ssrn.com/abstract=2335489>.

[1730] Pierre Lortie, « The Nomination of Corporate Directors: The Case for Well Delineated Responsibilities » (2015) 49 *Revue juridique Thémis* 783 à la p 791.

réallocation du pouvoir des dirigeants et administrateurs vers les actionnaires au travers soit d'une implication directe des actionnaires à la prise de décision et à la consultation, soit de manière indirecte par la possibilité d'engager la responsabilité des dirigeants et du conseil d'administration[1731]. Pour certains auteurs, la participation actionnariale permet d'influencer positivement le conseil d'administration, d'orienter les politiques menées et garantit une gestion efficiente de la société[1732]. Pour d'autres, les effets positifs de la participation actionnariale sont à mitiger. En effet, ils craignent l'émergence de nouveaux conflits d'intérêts et la mise en place de stratégies d'enracinements des dirigeants[1733]. Par la suite, une argumentation similaire a été tenue à l'égard de l'activisme des fonds d'investissement[1734]. Les bienfaits présentés de l'activisme des fonds d'investissement sont similaires à ceux avancés par les tenants de l'activisme des investisseurs institutionnels[1735]. De plus, l'essor de l'intermédiation financière a entraîné une nouvelle concentration de la propriété des entreprises, notamment aux États-Unis[1736]. Cette configuration de l'actionnariat a fait naître des problèmes d'agence comparables à ceux issus de la séparation classique de la propriété et du contrôle puisque les intérêts des gestionnaires de portefeuille ne sont pas nécessairement alignés avec ceux des investisseurs[1737].

Ces mutations du profil de l'actionnaire ont nécessairement changé l'image qui en est

---

[1731] Maria Goranova et Lori Verstegen Ryan, « Shareholder Empowerment: An Introduction » dans Maria Goranova et Lori Verstegen Ryan, dir, *Shareholder Empowerment: A New Era in Corporate Governance*, New York, Palgrave Macmillan, 2015, 1 à la p 3.

[1732] John Pound, « The Promise of the Governed Corporation » (1995) 73 *Harvard Business Review* 89 à la p 90 ; John Pound, « The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control » (1993) 68 *New York University Law Review* 1003 à la p 1070.

[1733] Jill E. Fisch, « Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work? » (1994) 55 *Ohio State Law Journal* 1009 aux pp 1037 et s ; Roberta Romano, « Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered » (1993) 93 *Columbia Law Review* 795 aux pp 796, 801 ; Alfred F. Conard, « Beyond Managerialism: Investor Capitalism? » (1988) 22 *University of Michigan Journal of Law Reform* 117 aux pp 119, 170 et s ; Edward B. Rock, « America's Shifting Fascination with Comparative Corporate Governance » (1996) 74 *Washington University Law Quarterly* 367 à la p 377.

[1734] Frank Partnoy, « US Hedge Fund Activism » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 99.

[1735] Marcel Kahan et Edward B. Rock, « Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control » (2007) 3 *The Corporate Governance Law Review* 134 à la p 139.

[1736] Ronald J. Gilson et Jeffrey N. Gordon, « Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 32 à la p 32.

[1737] Leo E. Strine, Jr, « Can We Do Better by Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law » (2014) 114 *Columbia Law Review* 449 à la p 449.

traditionnellement donnée[1738]. À la vision classique de l'actionnaire innocent[1739] en quête de protection est opposée celle de l'actionnaire prédateur et spéculateur[1740]. Dès lors, face à l'argument d'une plus grande protection des actionnaires est opposé celui de la protection de la société contre les actionnaires et la protection des actionnaires entre eux[1741]. L'allocation du pouvoir entre les actionnaires et le conseil d'administration oscille donc au gré de la conception qui est retenue de l'actionnaire[1742]. Comme nous l'avons présenté précédemment, le niveau de participation de l'actionnaire et l'attention accordée à leurs intérêts varient également selon la vision de la firme retenue. Dans la vision de la firme comme nœud de contrat, l'actionnaire a une participation et un pouvoir limité, mais ses intérêts sont au centre de la gestion de la société[1743]. Le rôle d'acteur passif endossé par les actionnaires a contribué à faire peser sur le conseil d'administration et aux autres garde-fous (agences de notation, cabinet d'audit, etc.) la responsabilité des scandales financiers[1744]. Au contraire, pour d'autres, les actionnaires ont une part de responsabilité, notamment lorsqu'ils défendent des préoccupations courts-termistes[1745].

[1738] Jennifer G. Hill, « Images of the Shareholder—Shareholder Power and Shareholder Powerlessness » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 53 aux pp 55–57.

[1739] Lawrence E. Mitchell, « The Innocent Shareholder: An Essay on Compensation and Deterrence in Securities Class-Action Lawsuits » (2009) 2 *Wisconsin Law Review* 243.

[1740] Lawrence E. Mitchell, « Protect Industry from Predatory Speculators », *Financial Times* (9 juillet 2009), en ligne : <www.ft.com/content/fac881b6-6be5-11de-9320-00144feabdc0>.

[1741] Jennifer G. Hill, « Images of the Shareholder—Shareholder Power and Shareholder Powerlessness » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 53 à la p 57 ; Iman Anabtawi « Some Skepticism about Increasing Shareholder Power » (2006) 53 *University of California Law Review* 561 aux pp 598–599.

[1742] Jennifer G. Hill, « The Rising Tension between Shareholder and Director Power in the Common Law World » (2010) 18 *Corporate Governance: An International Review* 344 à la p 346.

[1743] William W. Bratton, « The "Nexus of Contracts" Corporation: A Critical Appraisal » (1989) 74 *Cornell Law Review* 407 aux pp 418, 420 ; Jonathan R. Macey, « An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties » (1991) 21 *Stetson Law Review* 23 à la p 24 ; David Millon, « Theories of the Corporation » (1990) *Duke Law Journal* 201 à la p 203.

[1744] John C. Coffee, Jr, « Understanding Enron: "It's About the Gatekeepers, Stupid" » (2002) 57 *Business Lawyer* 1403 ; John C. Coffee, Jr, « What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s » (2004) 89 *Cornell Law Review* 269 à la p 270 ; Jeffrey N. Gordon, « What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections » (2002) 69 *University of Chicago Law Review* 1233 à la p 1235.

[1745] Patrick Bolton, José Scheinkman et Wei Xiong, « Pay for Short-Term Performance: Executive Compensation in Speculative Markets » (2005) 30 *Journal of Corporation Law* 721 à la p 725 ; Leo E. Strine, Jr, « Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America » (2006) 119 *Harvard Law Review* 1759 à la p 1764.

À cette critique, s'ajoute celle selon laquelle les investisseurs institutionnels seraient un mauvais mécanisme de contrôle et de surveillance. Certaines pratiques sont également décriées, telles que le « empty voting » qui opère une dissociation entre le droit de vote et le risque économique attaché au titre de la société[1746]. De telles pratiques qui affectent l'intégrité du droit de vote remettent en cause la légitimité du pouvoir des actionnaires classiquement attaché à leur fonction d'assomption du risque[1747].

Une autre caractéristique du profil de l'actionnaire est avancée en littérature pour renforcer sa participation dans la gestion de la société. Ainsi, le niveau élevé de connaissances financières de certains types d'actionnariat, notamment institutionnel, milite en faveur de l'interventionnisme actionnarial[1748]. D'ailleurs, il s'agirait là d'un aspect qui aurait contribué à l'essor du pouvoir accordé aux investisseurs institutionnels au Royaume-Uni[1749]. Cette caractéristique supplémentaire offre une justification au niveau de protection exigée par la réglementation selon qu'il s'agit d'investisseurs de détails ou d'investisseurs institutionnels[1750]. Selon l'hypothèse d'efficience des marchés de capitaux, le niveau de connaissances financières modifie le traitement de l'information par les investisseurs[1751]. Selon la même hypothèse, les investisseurs qui ne sont pas en mesure d'interpréter rationnellement l'information financière peuvent nuire à la valeur intrinsèque des titres. Néanmoins, la présence d'investisseurs

---

[1746] Patricia Beck, « What We Talk about When We Talk about Voting: Efficiency and the Error in Empty Voting » (2016) 21 *Fordham Journal of Corporate and Financial Law* 211 aux pp 212–213 ; Henry T. C. Hu, et Bernard Black, « The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership » (2006) 79 *Southern California Law Review* 811.

[1747] Roberta S. Karmel, « Voting Power without Responsibility or Risk: How Should Proxy Reform Address the Decoupling of Economic and Voting Rights » (2010) 55 *Villanova Law Review* 93 à la p 94.

[1748] Jennifer G. Hill, « Images of the Shareholder—Shareholder Power and Shareholder Powerlessness » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 53 à la p 62.

[1749] Jennifer G. Hill, « Images of the Shareholder—Shareholder Power and Shareholder Powerlessness » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 53 à la p 63 ; Paul L. Davies, « Shareholders in the United Kingdom » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 355 à la p 355.

[1750] Donald C. Langevoort, « The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets » (2009) 95 *Virginia Law Review* 1025.

[1751] Fisher Black, « Noise » (1986) 41 *The Journal of Finance* 529 aux pp 530–534.

sophistiqués tend à corriger les irrégularités liées à l'évaluation de la valeur des titres[1752]. Cependant, des recherches plus récentes remettent en cause ce postulat. En effet, la démarcation entre les deux types d'investisseurs dépend exclusivement de la richesse des investisseurs et non pas de leur compétence ou expertise particulière[1753].

La gouvernance d'entreprise est principalement préoccupée par la difficulté de rendre redevables les administrateurs et les dirigeants de sociétés de leur gestion et de leur performance. L'ouvrage de Berle et Means en est le témoignage le plus flagrant. Face à un actionnariat dispersé réfractaire ou incapable à endosser cette mission, le droit des sociétés se focalise sur les moyens pour pallier cette passivité et assurer l'équilibre des pouvoirs[1754]. Ainsi, la mise en place des pratiques relatives à l'indépendance des administrateurs vise à suppléer l'absence de surveillance des dirigeants par les actionnaires. La mission de l'administrateur indépendant est donc de surveiller les dirigeants pour le compte des actionnaires et la défense de leurs intérêts. Pareillement, le marché des prises de contrôle a été présenté comme un autre mécanisme permettant d'assurer l'imputabilité de l'équipe de direction. Cependant, le ralentissement des prises de contrôle dans les années 1980, tout comme la mise en place de stratégies défensives par les dirigeants, a contribué à voir dans l'actionnariat institutionnel une solution à la dichotomie entre la propriété et le contrôle[1755]. Malgré la persistance des critiques adressées à la participation actionnariale, à tort ou à raison, plusieurs initiatives réglementaires consolident

---

[1752] Eugene F. Fama, « The Behavior of Stock Market Prices » (1965) 38 *The Journal of Business* 34 aux pp 37–38 ; Ronald J. Gilson et Reinier H. Kraakman, « The Mechanisms of Market Efficiency » (1984) 70 *Virginia Law Review* 549 aux pp 560–570.

[1753] Jennifer S. Taub, « The Sophisticated Investor and the Global Financial Crisis » dans James P. Hawley, Shyam J. Karnath et Andrew T. Williams, dir, *Corporate Governance Failures: The Role of Institutional Investors in the Global Financial Crisis*, Philadelphia, University of Pennsylvania Press, 2011, 188 à la p 189 ; Donald C. Langevoort et Robert B. Thompson, « "Publicness" in Contemporary Securities Regulation after the JOBS Act » (2013) 101 *Georgetown Law Journal* 337 aux pp 362–363 ; Sur le faible effet dissuasif de l'autorégulation des mauvais comportements dans le secteur bancaire Andrew F. Tuch, « The Self-Regulation of Investment Bankers » (2015) 83 *George Washington Law Review* 101.

[1754] John Armour, Henry Hansmann et Reinier Kraakman, « Agency Problems and Legal Strategies » dans Reinier Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2e éd, New York, Oxford University Press, 2009, 35 aux pp 35–53.

[1755] Edward Rock, « Institutional Investors in Corporate Governance » dans Jeffrey N. Gordon et Wolf-Georg Ringe, dir, *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, Oxford, Oxford University Press, 2015, DOI : <10.1093/oxfordhb/9780198743682.013.23> ; John C. Coffee, Jr, « Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor » (1991) 91 *Columbia Law Review* 1277 ; Ronald J. Gilson et Reinier Kraakman, « Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors » (1991) 43 *Stanford Law Review* 863.

une approche de la gouvernance autour des droits de participation des actionnaires. Cette nouvelle démarche requiert des investisseurs institutionnels un rôle actif dans la bonne administration des sociétés par actions. De telles démarches réglementaires postulent, d'une part, la capacité des actionnaires à protéger leurs intérêts, ceux des autres actionnaires et l'économie en général et, d'autre part, le potentiel de cette participation comme mécanisme régulatoire alternatif[1756].

En droit des sociétés, l'argument selon lequel les actionnaires sont en mesure de se protéger est largement présent. Effectivement, des dispositions intéressent l'approbation de décisions fondamentales par les actionnaires, telles que les modifications du capital[1757], les opérations de fusion[1758], un contrat ou une opération entachée de conflits d'intérêts[1759], etc. Dans les cas où le consentement des actionnaires est sollicité, la loi considère que l'actionnaire est en mesure d'assurer lui-même la défense de ses intérêts au regard de l'opération visée. Le pouvoir des investisseurs institutionnels ainsi que leur niveau élevé de connaissances financières en font un acteur à privilégier pour la défense des intérêts de l'ensemble de la classe actionnariale[1760]. Les concepts de « stewardship » au Royaume-Uni et de l'« empowerment » aux États-Unis promeuvent l'activisme participatif des investisseurs institutionnels dans la gouvernance des sociétés[1761]. Le niveau élevé de connaissances financières et la concentration de l'actionnariat sont présentés comme une solution au problème d'action collective qui afflige l'actionnariat dispersé[1762]. Selon cette approche, la mise en place d'incitatifs et de contraintes peut permettre d'utiliser le pouvoir des actionnaires pour leur protection et celle des autres actionnaires qui

---

[1756] Jennifer G. Hill, « Images of the Shareholder—Shareholder Power and Shareholder Powerlessness » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 53 à la p 64.

[1757] Arts 100, 101 et 192 LSA ; art 173 LCSA.

[1758] Pour les fusions dites ordinaires arts 278 et 279 LSA ; art 183 LSCA.

[1759] Art 129 LSA ; sur l'obligation de communication art 120 LCSA.

[1760] Jennifer G. Hill, « Images of the Shareholder—Shareholder Power and Shareholder Powerlessness » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 53 à la p 65.

[1761] Bernard S. Black, « Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice » (1992) 39 *University of California Law Review* 811 aux pp 827–828.

[1762] Edward B. Rock, « The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism » (1991) 79 *Georgetown Law Journal* 445 à la p 448.

disposent, ni des ressources, ni de fractions suffisantes du capital social pour leur permettre de s'engager dans une démarche active d'intendance de la société. De même, les partisans d'une intendance actionnariale sont d'avis qu'elle permet de favoriser une vision à long terme de la société lorsqu'elle est associée au travail du conseil d'administration[1763]. À la conception traditionnelle d'un actionnariat au capital dispersé et au pouvoir diffus est opposée celle d'un actionnariat dont les niveaux de participations sont plus à même de correspondre à des impératifs de stabilité économique et de bien-être social[1764].

Pourtant, si la nature même des investisseurs institutionnels en fait des acteurs prompts à participer activement à la bonne gestion de la société, rien ne garantit qu'ils soient incités à le faire. Il nous apparaît important de souligner que la participation actionnariale dépend du type de véhicule d'investissements collectifs visé. Ainsi, les fonds spéculatifs seraient plus offensifs en matière d'activisme actionnarial que les fonds de pension[1765]. En effet, leurs préoccupations sont largement fonction des retours sur investissement à court terme[1766]. En l'état actuel des données disponibles, il nous est difficile d'affirmer ou d'infirmer l'ampleur de l'effet positif de la participation actionnariale sur le plan de la performance financière de la société à long terme. L'exemple de l'activisme actionnarial par le *California Public Employees Retirement Scheme* (CalPERS) illustre les types de préoccupations dont se prévalent les fonds de pension publics. Parmi les revendications figurent la réduction des obstacles aux prises de contrôle, une meilleure indépendance du conseil d'administration, une amélioration de la qualité de la divulgation, la facilitation du mécanisme de proposition actionnariale et un renforcement du lien entre la

---

[1763] Jennifer G. Hill, « Images of the Shareholder—Shareholder Power and Shareholder Powerlessness » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 53 à la p 65.

[1764] Lorraine E. Talbot, « Polanyi's Embeddedness and Shareholder Stewardship: A Contextual Analysis of Current Anglo-American Perspectives on Corporate Governance » (2011) 62 *Northern Ireland Legal Quarterly* 451 à la p 452 ; James P. Hawley et Andrew Williams, *The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, Philadelphia, University of Pennsylvania Press, 2011 à la p 43.

[1765] Brian R. Cheffins, « Hedge Fund Activism Canadian Style » (2014) 47 *University of British Colombia Law Review* 1 à la p 2.

[1766] Lorraine E. Talbot, « Polanyi's Embeddedness and Shareholder Stewardship: A Contextual Analysis of Current Anglo-American Perspectives on Corporate Governance » (2011) 62 *Northern Ireland Legal Quarterly* 451 à la p 465 ; certains auteurs précisent la difficulté de dresser un bilan compte tenu du manque de données canadiennes disponibles Brian R. Cheffins, « Hedge Fund Activism Canadian Style » (2014) 47 *University of British Colombia Law Review* 1 à la p 5.

rémunération et la performance de la société[1767]. La place prépondérante des sociétés d'investissements privés et des fonds spéculatifs sur les marchés de capitaux a entraîné une transformation des stratégies de gouvernance et de l'activisme actionnarial[1768]. La démarcation entre les deux types d'investisseurs institutionnels proviendrait du type d'activisme qu'ils mettent en œuvre, l'un défensif et l'autre offensif[1769]. En fonction du type d'investisseurs institutionnels visés, la nature de ces deux approches peut être présentée ainsi :

> Mutual fund and public-pension fund activism, if it occurs, tends to be incidental and ex post: when fund management notes that portfolio companies are underperforming, or that their governance regime is deficient, they will sometimes be active. In contrast, hedge fund activism is strategic and ex ante: hedge fund managers first determine whether a company would benefit from activism, then take a position and become active[1770].

L'activisme actionnarial offensif s'accompagne de revendications relatives au rachat d'actions, à la distribution de dividendes, à la vente d'actifs et à la réorientation des investissements tout en manifestant parfois un intérêt pour l'indépendance des administrateurs et la rémunération des dirigeants[1771]. Quoi qu'il en soit, l'engouement pour l'activisme actionnarial ne doit pas masquer la complexité du contexte dans lequel les investisseurs institutionnels agissent. En effet, des difficultés peuvent survenir lorsqu'il s'agit, d'une part, de concilier leur intérêt avec celui de leurs bénéficiaires et, d'autre part, d'agir comme de véritables actionnaires[1772]. Les critiques prédominantes attribuées à l'activisme des fonds spéculatifs sont de privilégier les résultats à court terme au détriment d'un horizon à long terme et d'engager des

---

[1767] Michael P. Smith, « Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS » (1996) 51 *The Journal of Finance* 227 ; Sanford M. Jacoby, « Convergence by Design: The Case of CalPERS in Japan » (2007) 55 *The American Journal of Comparative Law* 239 aux pp 243–254.

[1768] Brian R. Cheffins, « Hedge Fund Activism Canadian Style » (2014) 47 *University of British Colombia Law Review* 1 à la p 2.

[1769] Brian R. Cheffins et John Armour, « The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds » (2011) 37 *The Journal of Corporation Law* 51 à la p 56.

[1770] Marcel Kahan et Edward B. Rock, « Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control » (2007) 155 *University of Pennsylvania Law Review* 1021 à la p 1069.

[1771] Dionysia Katelouzou, « Myths and Realities of Hedge Fund Activism: Some Empirical Evidence » (2013) 7 *Virginia Business and Law Review* 459 aux pp 491–495.

[1772] Julie Biron, « Les bénéfices et les coûts de l'activisme actionnarial » (2014) 48 *Revue juridique Thémis* 817 aux pp 833–834.

stratégies plus risquées, notamment pour certaines parties prenantes de la société[1773]. De plus, certains estiment que sur le long terme l'activisme actionnarial des fonds spéculatifs entraîne une baisse des retours sur investissement[1774]. À l'opposé, d'autres auteurs critiquent l'argument que les interventions activistes sont néfastes aux intérêts des actionnaires sur le long terme, notamment au motif de la faiblesse empirique de cette affirmation[1775]. De nombreuses études appuient les bénéfices de cet activisme comme instrument correctif de la gouvernance des sociétés par actions et comme contrainte effective à la discrétion managériale[1776].

Des facteurs semblent offrir une justification au potentiel régulateur que revêt l'intendance actionnariale par les fonds spéculatifs. Au titre de ces facteurs, on notera entre autres que les fonds spéculatifs sont moins confrontés aux situations de conflits d'intérêts qui affectent les investisseurs institutionnels plus classiques et qu'ils disposent d'une structure de rémunération qui les incite à exercer une surveillance plus efficiente[1777]. Enfin, l'image et la réputation des fonds d'investissement se sont largement améliorées et leurs politiques d'investissements reçoivent désormais l'appui de nombreux investisseurs institutionnels[1778]. Par ailleurs, cet appui apporté par les investisseurs institutionnels aux fonds spéculatifs contribue également à les faire sortir de leur démarche passive. En effet, ils ont moins tendance à faire preuve d'apathie et tendent dorénavant à exprimer leur position quant aux démarches activistes engagées par les fonds[1779].

[1773] Steven A. Rosenblum, « Hedge Fund Activism, Short-Termism, and a New Paradigm of Corporate Governance » (2017) 126 *The Yale Law Journal Forum* 538.

[1774] John C. Coffee, Jr et Darius Palia, « The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance » (2016) 41 *The Journal of Corporation Law* 545.

[1775] Lucian A. Bebchuk, Alon Brav et Wei Jiang, « The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism » (2015) 115 *Columbia Law Review* 1085 aux pp 1088–1089 (les résultats recueillis illustrent une performance positive après une intervention de type activiste) ; Dionysia Katelouzou, « Reflections on the Nature of the Public Corporation in an Era of Shareholder Activism and Shareholder Stewardship » dans Barnali Choudhury et Martin Petrin, dir, *Understanding the Company: Corporate Governance and Theory*, Cambridge, Cambridge University Press, 2017, 117, DOI : <10.1017/9781316536384>.

[1776] Bernard S. Sharfman, « The Tension between Hedge Fund Activism and Corporate Law » (2016) 12 *Journal of Law, Economics and Policy* 251 aux pp 257–258.

[1777] Marcel Kahan et Edward B. Rock, « Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control » (2007) 155 *University of Pennsylvania Law Review* 1021 aux pp 1064–1068.

[1778] Dionysia Katelouzou, « Worldwide Hedge Fund Activism: Dimensions and Legal Determinants » (2015) 17 *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 789 à la p 792.

[1779] Ronald J. Gilson et Jeffrey N. Gordon, « The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights » (2013) 113 *Columbia Law Review* 863 à la p 867.

Cette transformation à la fois du rôle et des attentes vis-à-vis des actionnaires s'est accompagnée d'un mouvement réglementaire visant à renforcer les droits et les obligations des actionnaires en matière de participation actionnariale. Comme nous le verrons par la suite, par le jeu de mécanismes de la régulation juridique, à la fois formels et informels, la participation actionnariale est présentée comme la pièce manquante au puzzle d'une gouvernance efficiente et à l'expression d'une volonté sociale respectueuse des intérêts qu'elle représente.

SECTION 2. — LE DROIT DE VOTE COMME INSTRUMENT DE CONTRÔLE DE LA DIRECTION

En droit des sociétés, l'expression de la volonté sociale est encadrée par l'interaction de mécanismes à la fois formels et informels. L'encadrement informel du droit de vote des actionnaires illustre les efforts considérables déployés pour informer, éclairer, guider et recommander les actionnaires dans leur prise de décision. L'encadrement formel du vote permet quant à lui de préserver l'intégrité du droit de vote afin de garantir l'équilibre des pouvoirs au sein de la société.

Sous-section 1. — Les mécanismes informels du vote

En matière de gouvernance des sociétés, la régulation volontaire joue un rôle majeur pour garantir l'effectivité et l'intégrité du droit de vote des actionnaires. Ce n'est qu'à la condition de cette double garantie qu'est assurée la dimension disciplinaire de la mécanique du vote des actionnaires. L'évolution de la structure de l'actionnariat, l'importance croissante de l'intermédiation financière et l'intervention de nombreux acteurs de conseil en gouvernance ont contribué à la mise en place de pratiques recommandées pour la défense et la protection des actionnaires.

Paragraphe 1. — Les recommandations des agences de conseil en vote

Tout comme la concentration de la propriété, les sociétés qui offrent des services de conseil en matière de vote sont également présentées comme une solution au manque de contrôle

par les actionnaires au motif de leur apathie et à leurs connaissances financières limitées[1780]. Peu incités et mal informés, les actionnaires ne sont pas prompts à engager le temps et les ressources nécessaires au contrôle de la gestion de la société et de ses administrateurs. A fortiori en raison des problèmes d'action collective, les petits actionnaires seront d'autant moins enclins à fournir cet effort[1781].

Par les recommandations qu'elles émettent, les sociétés de services en conseil de vote facilitent l'exercice des droits de vote par les investisseurs institutionnels qui ne sont pas en mesure ou qui ne souhaitent pas engager les ressources nécessaires à l'élaboration d'une stratégie de vote. Elles jouent donc un rôle primordial pour combler les lacunes de ces investisseurs en termes d'information, de ressources et de temps[1782]. Ainsi, les recommandations de vote émises par ces acteurs permettent de réduire les coûts de surveillance et facilitent la participation actionnariale, et semblent faire échec à la passivité actionnariale. Une des pistes explorées pour réconcilier les actionnaires avec leur conseil d'administration a été de réformer la manière dont les actionnaires exercent leur droit de vote. Deux aspects ont ainsi été privilégiés, le premier est relatif aux documents relatifs aux procurations pour les actionnaires, le second concerne l'exercice du vote par procuration[1783].

L'essor des sociétés de conseil en vote et les préoccupations relatives à leur influence sur l'exercice des droits de vote ont placé ces acteurs au centre du débat sur la participation actionnariale. En effet, le rôle croissant des sociétés de conseil en gouvernance, de notation et de conseil en vote en fait des acteurs incontournables en matière de régulation volontaire de la gouvernance d'entreprise[1784]. Par exemple, le président de la société de conseil américaine ISS

[1780] Maria Goranova et Lori Verstegen Ryan, « Shareholder Empowerment: An Introduction » dans Maria Goranova et Lori Verstegen Ryan, dir, *Shareholder Empowerment: A New Era in Corporate Governance*, New York, Palgrave Macmillan, 2015, 1 à la p 13.

[1781] Jonathan R. Macey, *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, Princeton, Princeton University Press, 2008 aux pp 222, 389.

[1782] Gaia Balp, « Regulating Proxy Advisors Through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach » (2017) 14 *European Company and Financial Law Review* 1 à la p 2.

[1783] Jenna Burke et Cynthia Clark, « Boards and Shareholders: Bridging the Divide » dans Maria Goranova et Lori Verstegen Ryan, dir, *Shareholder Empowerment: A New Era in Corporate Governance*, New York, Palgrave Macmillan, 2015, 137 à la p 143.

[1784] Paul Rose, « The Corporate Governance Industry » (2007) 32 *Journal of Corporation Law* 887 à la p 889.

déclarait au *Washington Post* que 15 à 20 % des clients de sa société suivaient systématiquement les recommandations qu'elle émettait[1785]. Par ailleurs, la part considérable de titres détenus par des porteurs non inscrits, gérée par des courtiers et des banques pour leur compte, contribue à leur conférer un large pouvoir discrétionnaire[1786]. Dès lors, les actionnaires qui détiennent leurs actions auprès de ces intermédiaires disposent d'un pouvoir de contrôle moindre sur l'administration des sociétés au sein desquelles ils ont investi[1787]. Le mécanisme de sollicitation des procurations confère aux investisseurs institutionnels l'autorité pour voter pour le compte de leurs bénéficiaires. Cependant, compte tenu du nombre considérable de titres détenus, l'exercice des votes peut s'avérer coûteux et, par conséquent, en pratique ces acteurs recourent aux services de sociétés de conseil en vote afin d'obtenir des recommandations et des lignes directrices pour l'émission des votes[1788].

Des préoccupations sont également relatives au fonctionnement même de ces agences. Quatre critiques sont habituellement formulées à l'égard des conséquences de ces acteurs quant à l'exercice des droits de vote[1789]. La première critique est que malgré le rapport fiduciaire qui les lie aux investisseurs institutionnels qui emploient leurs services, ce lien est inexistant avec les destinataires finaux. La deuxième concerne le fait que les clients tendent à s'en remettre par défaut et sans contrôle aux recommandations génériques émises. Puis, le nombre d'utilisateurs croissants ayant recours à ces services entraîne des effets sur la valeur des conseils formulés. Enfin, la domination de quelques acteurs et l'absence de réelle concurrence leur confèrent un

---

[1785] Dean Starkman, « A Proxy Adviser's Two Sides: Some Question Work of ISS for Companies It Scrutinizes », *The Washington Post* (23 janvier 2006), en ligne : <www.hrpolicy.org/downloads/2006/WashPost_ISS_ProxyAdvisor_012306.pdf> (paraphrasant les propos de Susan E. Wolf, ancienne vice-présidente et secrétaire générale de Schering-Plough et ancienne présidente de the Society of Corporate Secretaries and Governance Professionals).

[1786] Aux États-Unis, ce sont 70 à 80 % des titres qui seraient détenus par ce biais Stephen P. Wink et Meg O'Leary, « Shareholder Disenfranchisement. The Unintended Disenfranchisement of Shareholders (How Certain Everyday Practices of Broker-Dealers Have Detrimental Consequences for Shareholders) » (2009) *Bloomberg Corporate Law Journal* 214 à la p 215.

[1787] Cynthia Clark Williams et Lori Verstegen Ryan, « Investors Relations » dans John R. Boatright, dir, *Finance Ethics: Critical Issues in Theory and Practice*, Hoboken, John Wiley & Sons, 2010, 475 à la p 483.

[1788] Julie Biron, « Les bénéfices et les coûts de l'activisme actionnarial » (2014) 48 *Revue juridique Thémis* 817 à la p 835.

[1789] Cynthia E. Clark et Harry J. Van Buren, « Compound Conflicts of Interest in the US Proxy System » (2013) 116 *Journal of Business Ethics* 355 à la p 356.

pouvoir considérable au détriment de celui des actionnaires. Aux États-Unis comme au Canada, le marché des agences de conseil en vote ne montre aucun indice de concurrence, et deux sociétés contrôlent la quasi-totalité des deux marchés[1790]. Les barrières à l'entrée et la nature réputationnelle de l'activité de conseil ont contribué à cette situation oligopolistique. Ainsi, la bonne réputation de ces acteurs est un facteur déterminant pour les investisseurs institutionnels qui recourent à leurs services. La mise en conformité des pratiques des investisseurs institutionnels avec les recommandations des agences de conseil en vote affecte positivement leur réputation. Toutefois, on peut se demander dans quelle mesure les investisseurs institutionnels procèdent réellement à une évaluation consciencieuse des recommandations émises par l'agence qu'ils choisissent[1791].

De prime abord, l'émergence de ces sociétés de conseil s'est avérée être un mécanisme efficace pour résoudre les problèmes d'action collective qui affectent traditionnellement les actionnaires de sociétés par actions. Cependant, le constat d'une pratique où la majeure partie des investisseurs institutionnels suivent les recommandations d'une seule firme fait craindre la perte des bienfaits que de telles sociétés peuvent apporter[1792]. Afin de contrecarrer les effets néfastes du fonctionnement actuel de ces sociétés, il semble opportun de mettre en place des réformes favorisant la transparence et la compétition dans ce secteur d'activité[1793]. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont écarté l'idée d'un encadrement réglementaire pour ces sociétés pour favoriser plutôt l'adoption volontaire de bonnes pratiques :

> Nous considérons que l'établissement d'un texte d'orientation qui ferait des recommandations aux agences en matière de pratiques et de communication de l'information est une réponse suffisante et adéquate aux divers points de vue des groupes de participants au marché et reconnaît la relation contractuelle privée entre les agences

---

[1790] Bryce C. Tingle, « The Agency Cost Case for Regulating Proxy Advisory Firms » (2016) 49 *University of British Columbia Law Review* 725 à la p 744.

[1791] Jodi Slaght, « Whatever Happened to the Prudent Man: The Case for Limiting the Influence of Proxy Advisors Through Fiduciary Duty Law » (2012) 9 *Rutgers Business Law Review* 1 aux pp 12–13.

[1792] Iman Anabtawi et Lynn Stout, « Fiduciary Duties for Activist Shareholders » (2008) 60 *Stanford Law Review* 1255 aux pp 1277–1278 (le marché canadien des agences de conseil en vote est dominé par deux acteurs : Institutional Shareholder Services ISS et Glass Lewis & Co).

[1793] Jenna Burke et Cynthia Clark, « Boards and Shareholders: Bridging the Divide » dans Maria Goranova et Lori Verstegen Ryan, dir, *Shareholder Empowerment: A New Era in Corporate Governance*, New York, Palgrave Macmillan, 2015, 137 à la p 150.

et leurs clients[1794].

Le 30 avril 2015, les ACVM ont publié l'*Instruction générale 25-201 relative aux indications des agences de conseil en vote*[1795]. Entre autres, l'*Instruction* recommande une orientation sur les pratiques et la divulgation recommandées sur la gestion et l'atténuation des conflits d'intérêts réels ou potentiels, la transparence et l'exactitude des recommandations de vote, l'élaboration des lignes directrices en matière de vote par procuration, et les communications.

De plus, si la société de conseil est en mesure de représenter le vote d'une partie significative des actionnaires, le conseil d'administration sera incité à apporter des réponses en termes de structure de gouvernance ou de régime de rémunération conformes aux recommandations émises. Dès lors, l'enjeu est de déterminer si les ajustements issus de ces recommandations sont appropriés et satisfont l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale[1796]. Quand bien même les investisseurs institutionnels conservent ultimement le contrôle du vote des voix qu'ils gèrent, il est courant qu'ils s'appuient exclusivement sur les recommandations qui leur ont été fournies[1797]. Par conséquent, afin de préserver l'intégrité du mécanisme de vote, il est essentiel de saisir le rôle de ces acteurs et les limites associées à leurs recommandations[1798]. Par exemple, l'obtention de recommandations positives par les sociétés de conseil peut permettre de réduire considérablement le nombre de votes dissidents à une décision du conseil d'administration, comme celle relative à un régime de rémunération du dirigeant[1799].

[1794] Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Avis de consultation des ACVM — Projet d'Avis 25-201 relatif aux indications à l'intention des agences de conseil en vote* (24 avril 2014), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/25-201/2014-04-24/2014avril24-25-201-avis-cons-fr.pdf>.

[1795] Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Instruction générale 25-201 relative aux indications des agences de conseil en vote* (30 avril 2015), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/25-201/2015-04-30/2015avril30-25-201-ig-final-fr.pdf>.

[1796] David F. Larker, « Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms » (2015) 58 *The Journal of Law and Economics* 173 à la p 175.

[1797] Tamara C. Belinfanti, «The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control » (2009) 14 *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 384 à la p 394.

[1798] Tamara C. Belinfanti, «The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control » (2009) 14 *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 384 à la p 394.

[1799] Voir *infra* sous-section 2, paragraphe 3 (les conséquences des recommandations en matière de vote sur les

Autrement dit, il s'agit de déterminer dans quelles mesures les agences de conseil en vote influencent la manière dont les investisseurs exercent leur droit de vote. Selon les études les plus récentes, l'influence de ces agences oscillerait, dans une fourchette basse, de 6 à 13 % des votes, et, dans une fourchette haute, de 13 à 20 % des votes[1800]. Les résultats issus de ces recherches tendent à apaiser la crainte que peut représenter la trop grande influence de ce type d'acteurs en matière de gouvernance des sociétés et des conséquences qu'elles peuvent avoir sur l'érosion potentielle de la valeur actionnariale. Néanmoins, l'adoption de bonnes pratiques par ces acteurs semble être souhaitable. Ainsi, les risques de conflit d'intérêts, de manque de transparence, d'erreurs factuelles et de pratiques non optimales sont autant de raisons qui militent en faveur d'un encadrement de la pratique des agences de conseil en vote[1801]. L'adoption et l'application de bonnes pratiques par les agences de conseil en vote doivent permettre aux investisseurs institutionnels et à leurs actionnaires de comprendre les concepts de gouvernance d'entreprise et les standards employés qui sont retranscrits en politique codifiée[1802]. À ce sujet, nous pensons qu'il est utile de comprendre l'interaction des différents éléments qui amènent ces acteurs à prendre leurs positions. En effet, il est de pratique courante pour les agences de rencontrer directement les directions des firmes qu'elles conseillent, de mener des enquêtes, de réaliser des tables rondes et de recueillir des commentaires durant la saison des procurations[1803]. Cependant, aucune indication ne permet de déterminer la manière dont ces sources d'informations sont traitées, analysées et interprétées pour la formulation des recommandations.

---

régimes de rémunération sont abordées en détail).

[1800] Bryce C. Tingle, « Bad Company — The Assumptions behind Proxy Advisors Voting Recommendations » (2014) 37 *Dalhousie Law Journal* 709 à la p 719 ; Stephen J. Choi, Jill E. Fisch et Marcel Kahan, « Director Elections and the Role of Proxy Advisors » (2009) 82 *Southern California Law Review* 649 aux pp 660–675.

[1801] Bryce C. Tingle, « The Agency Cost Case for Regulating Proxy Advisory Firms » (2016) 49 *University of British Columbia Law Review* 725 à la p 746.

[1802] David F. Larcker, Allan L. McCall et Brian Tayan, « And Then A Miracle Happens!: How Do Proxy Advisory Firms Develop Their Voting Recommendations? » (25 février 2013), en ligne : Standford Closer Look Series <https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/publication-pdf/cgri-closer-look-31-proxy-firms-voting-recommendations.pdf> à la p 2.

[1803] David F. Larcker, Allan L. McCall et Brian Tayan, « And Then A Miracle Happens!: How Do Proxy Advisory Firms Develop Their Voting Recommendations? » (25 février 2013), en ligne : Standford Closer Look Series <https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/publication-pdf/cgri-closer-look-31-proxy-firms-voting-recommendations.pdf> à la p 2.

De même, les recommandations émises par les agences de conseil en vote tendent à être conformes à l'orthodoxie en gouvernance des sociétés supportée par les universitaires, les régulateurs et les activistes[1804]. Par exemple, les recommandations relatives à l'indépendance des administrateurs ou encore à la séparation des activités de comptabilité et de conseil ont été défendues bien avant le scandale d'Enron[1805]. Cependant, la question de la relation qu'entretiennent ces sociétés avec les données empiriques a été posée. En effet, certaines des recommandations formulées le sont alors même que les données pour les étayer ne sont pas disponibles ou en contredisent l'efficacité. Ainsi, les mesures utilisées pour les classements en matière de gouvernance d'entreprise ne sont pas corrélées aux états financiers et comptables, aux mesures de performance financière et à la valeur boursière des titres[1806]. Par exemple au Canada, les mesures de performance employées dans le Report on Business publié par *The Globe and Mail* ne sont pas corrélées, ou le sont de manière non significative, à la performance financière et aux mesures comptables employées par les sociétés[1807]. Le lien entre les différentes mesures de performance, l'application des bonnes pratiques et les effets sur la performance future de la société sont particulièrement ténus et n'offrent aucune prévisibilité des résultats[1808]. Comme nous l'avions précédemment rapporté dans notre cinquième chapitre, les effets sur la performance de la firme des pratiques relatives à l'indépendance des administrateurs ou à la

---

[1804] Stephen Choi, Jill Fisch et Marcel Kahan, « The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality? » (2010) 59 *Emory Law Journal* 869 à la p 881 (les auteurs notent une correlation substantielle entre les recommandations et les facteurs que les universitaires, les régulateurs et les médias jugent importants).

[1805] Roberta Romano, « The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance » (2005) 114 *Yale Law Journal* 1521 aux pp 1523–1524 ; sur le role des activistes dans l'adoption de the Sarbanes-Oxley Act of 2002 Stephen M. Bainbridge, « Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II » (2011) 95 *Minnesota Law Review* 1779 à la p 1821 ; sur la recommendation relative à l'indépendance des administrateurs avant même d'avoir été supportée par des données empiriques Frederick Tung, « The Puzzle of Independent Directors: New Learning » (2011) 91 *Boston University Law Review* 1175 à la p 1176.

[1806] Robert M. Daines, Ian D. Gow et David F. Larcker, « Rating the Ratings: How Good are Commercial Governance Ratings? » (2010) 98 *Journal of Financial Economics* 439.

[1807] Parveen P. Gupta, Duane B. Kennedy et Samuel C. Weaver, « Corporate Governance and Firm Value: Evidence from Canadian Capital Markets » (2009) *Corporate Ownership & Control* 293 à la p 301.

[1808] Sanjai Bhagat, Brian Bolton et Roberta Romano, « The Promise and Peril of Corporate Governance Indices » (2008) 108 *Columbia Law Review* 1803 ; John E. Core, Wayne R. Guay et Tjomme O. Rusticus, « Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations » (2006) 61 *The Journal of Finance* 655 ; David Finegold, George S. Benson et David Hecht, « Corporate Boards and Company Performance: Review of Research in Light of Recent Reforms » (2007) 15 *Corporate Governance* 865.

séparation des fonctions de président et de chef de la direction génèrent des résultats discutables [1809] . En matière de rémunération, certaines des mesures proposées pour l'encadrement des rémunérations des dirigeants peuvent affecter négativement la valeur actionnariale[1810].

Comme le notent Stephen Choi et autres, cette démarche conventionnelle dans laquelle s'inscrivent les sociétés de conseil en vote tend à relativiser l'influence réelle de ces acteurs sur le vote des actionnaires[1811]. Enfin, une autre inquiétude est relative au constat qu'une bonne gouvernance d'entreprise ne résulterait pas prioritairement de l'adoption de bonnes pratiques spécifiques de gouvernance[1812]. Par conséquent, on ne peut qu'encourager la mise en place de lignes directrices visant à améliorer la transparence et la divulgation des techniques, des méthodes et des processus déployés par les agences de conseil en vote pour formuler leurs recommandations. Effectivement, l'ambiguïté, la disparité des méthodes et des modèles employés, le caractère restreint des effectifs chargés de traiter une masse d'informations considérable, tout comme l'absence de risques encourus en cas d'erreurs, ou encore le risque de conflit d'intérêts sont des craintes auxquelles il doit être porté une attention particulière.

En définitive, si pour le moment les Autorités canadiennes en valeurs mobilières n'envisagent qu'un encadrement normatif volontaire des agences de conseil en vote[1813], la vigilance reste de mise. N'oublions pas, pour reprendre les propos du professeur Bryce Tingle

---

[1809] Voir *supra* chapitre 5, section 1.

[1810] David F. Larker, Allan L. McCall et Gaizka Ormazabal, « Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms » (2015) 58 *The Journal of Law and Economics* 173 à la p 203 ; David F. Larcker, Allan L. McCall et Gaizka Ormazabal, « Proxy Advisory Firms and Stock Option Repricing » (2013) 56 *Journal of Accounting and Economics* 149 à la p 165.

[1811] Paul W. Holland, « Statistics and Causal Inference » (1986) 81 *Journal of the American Statistical Association* 945 à la p 945 (« Correlation does not imply causation […] »).

Stephen Choi, Jill Fisch et Marcel Kahan, « Director Elections and the Role of Proxy Advisor » (2009) 82 *Southern California Law Review* 649 aux pp 664–670.

[1812] Bryce C. Tingle, « The Agency Cost Case for Regulating Proxy Advisory Firms » (2016) 49 *University of British Columbia Law Review* 725 à la p 755, citant Bryce Tingle, « What Do We Really Know About Corporate Governance Best Practices? A Review of the Empirical Research Since 2000 » (2017) 54:4 *Alberta Law Review* 899.

[1813] Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Instruction générale 25-201 relative aux indications à l'intention des agences de conseil en vote* (30 avril 2015), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/25-201/2015-04-30/2015avril30-25-201-ig-final-fr.pdf>.

de l'Université de Calgary, que l'intervention de ces acteurs dans la gouvernance des sociétés par actions peut être à l'origine d'une situation d'agence :

> The ultimate owners of corporate Canada's shares are neither the advisory firms nor the fund management companies that consume those firms' research. Rather, it is the ultimate beneficiaries of these funds: ordinary Canadians. These are the proverbial "widows and orphans" conjured in discussions about securities regulation. While these beneficiaries are harmed by a decline in the value of Canadian companies as a result of suboptimal governance, fund managers and proxy advisory firms are not, provided that the decline is generalized across funds and the relevant benchmarks. Whereas an individual investing her own money in the market is incentivized to maximize the quality of her voting decisions, agents in the proxy advice market are only incentivized to do enough to satisfy one another and their disengaged and largely ignorant principals—and this unsurprisingly turns out to be a fairly low bar [soulignement ajouté][1814].

Paragraphe 2. — La transparence et la divulgation de l'information

La pratique de la divulgation des informations relatives à la rémunération des dirigeants a émergé aux États-Unis durant les années 1930[1815]. La préoccupation autour des niveaux des rémunérations des dirigeants a été accentuée par la crise financière de 2008. La structure des régimes de rémunération aurait incité à la prise de risques[1816]. Les règles en matière de divulgation ont eu pour objectif de rendre accessibles les informations relatives à la rémunération des dirigeants aux investisseurs et au public sur le marché[1817]. Cette divulgation remplit une double fonction, une fonction protectrice et une fonction informative[1818]. D'une part, la divulgation permet de prévenir les fraudes issues de mauvaises informations ou d'informations non divulguées et, d'autre part, elle promeut une allocation efficiente des

---

[1814] Bryce C. Tingle, « The Agency Cost Case for Regulating Proxy Advisory Firms » (2016) 49 *University of British Columbia Law Review* 725 à la p 782.

[1815] Harwell Wells, « No Man Can Be Worth $1,000,000 a Year: The Fight Over Executive Compensation in 1930s America » (2010) *44 University of Richmond Law Review* 689 à la p 707.

[1816] Matt Reeder, « You Can't Stop What You Can't See: Complimentary Risk Mitigation Through Compensation Disclosure » (2017) 8 *William and Mary Business Law Review* 241 à la p 250 ; Christina Parajon Skinner, « Misconduct Risk » (2016) 84 *Fordham Law Review* 1559 à la p 1580.

[1817] Nathan Knutt, « Executive Compensation Regulation: Corporate America, Heal Thyself » (2005) 47 *Arizona Law Review* 493 à la p 496.

[1818] Allison Grey Anderson, «The Disclosure Process in Federal Securities Regulation: A Brief Review » (1974) 25 *Hastings Law Journal* 311 à la p 323 ; Homer Kripke, « Fifty Years of Securities Regulation in Search of a Purpose » (1984) 21 *San Diego Law Review* 257 à la p 261.

ressources en capitaux par une meilleure information sur le marché[1819]. Le principe de publicité sur lequel s'appuie la divulgation est un remède aux mauvais comportements et pratiques. Louis D. Brandeis écrivait ainsi en 1912 : « [s]unlight is said to be the best of disinfectants […] »[1820]. En matière de rémunération, la divulgation a permis de faciliter la compréhension par les actionnaires des régimes de rémunération attribués aux membres de la haute direction et du fonctionnement du conseil d'administration en la matière[1821]. Les actionnaires sont donc en meilleure place pour évaluer comment l'équipe de direction exploite les opportunités qui s'offrent à la société[1822]. Par ailleurs, ce type d'information est d'autant plus important lorsque les actionnaires jouent un rôle actif dans la gouvernance des sociétés. En effet, les exigences en matière de divulgation fournissent aux actionnaires les informations nécessaires pour influencer la prise de décision relative à la rémunération[1823]. Ainsi, l'activisme actionnarial et la divulgation vont de pair pour la mise en œuvre d'une gouvernance efficiente, notamment en jugeant de la performance managériale au regard de la performance financière de la société[1824]. La divulgation est donc un élément central à l'exercice effectif du droit de vote par les actionnaires et au respect des obligations fiduciaires des membres de la direction[1825]. Enfin, une divulgation de qualité est un préalable indispensable à l'efficacité du vote consultatif des actionnaires sur la rémunération des dirigeants.

Au-delà des bénéfices d'efficience et de transparence, la divulgation de l'information diminue les coûts de la surveillance actionnariale associés à l'élaboration d'un contrat de

---

[1819] Allison Grey Anderson, « The Disclosure Process in Federal Securities Regulation: A Brief Review » (1974) 25 *Hastings Law Journal* 311 aux pp 323–324.

[1820] Louis D. Brandeis, *Other People's Money and How The Bankers Use It*, New York, Frederick A. Stokes Company, 1912 à la p 92.

[1821] Patrick J. Straka, « Executive Compensation Disclosure: The SEC's Attempt to Facilitate Market Forces » (1993) 72 *Nebraska Law Review* 803 aux pp 804–805.

[1822] Michael D. Guttentag, « An Argument for Imposing Disclosure Requirements on Public Companies » (2004) 32 *Florida State University Law Review* 123 à la p 133.

[1823] Nathan Knutt, « Executive Compensation Regulation: Corporate America, Heal Thyself » (2005) 47 *Arizona Law Review* 493 à la p 498.

[1824] Ronald J. Daniels, « Executive Compensation: Perhaps Company Managers Aren't Paid Enough... » (1994) 7 *Canadian Investment Review* 41 à la p 41 ; Edward M. Iacobucci, « The Effects of Disclosure on Executive Compensation » (1998) 48 *University of Toronto Law Journal* 489 à la p 497.

[1825] Merritt B. Fox, « Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment » (1999) 85 *Virginia Law Review* 1335 à la p 1364.

rémunération. Les conséquences de la divulgation sont à la fois dissuasives et réputationnelles. Effectivement, l'accessibilité de cette information facilite la participation des actionnaires, notamment institutionnels, pour la comparaison des pratiques en matière de rémunération nécessaire à la position qu'ils souhaitent défendre[1826]. Cependant, certains auteurs avancent qu'un régime de divulgation trop exigeant présente des conséquences négatives sur la prise de décision par les investisseurs institutionnels. Ainsi, un tel régime peut participer à une surcharge d'informations et à un sentiment de confusion qui peuvent nuire à l'évaluation à laquelle procèdent les investisseurs pour traiter l'ensemble des données[1827]. Néanmoins, les exigences réglementaires relatives à la présentation des informations, tout comme la présence incontournable d'acteurs tels que les analystes, les conseillers, les auditeurs pour le traitement de l'information, témoignent aujourd'hui de la faiblesse de cet argument. Au contraire, en facilitant l'accessibilité de l'information, les coûts pour être bien informé sont réduits et la participation actionnariale à la gouvernance de la société est plus aisée[1828].

Les exigences réglementaires en matière de divulgation sont avancées comme un moyen pour contrecarrer l'apathie des actionnaires en diminuant les coûts relatifs à l'obtention des informations[1829]. De même, le travail des organes internes de gouvernance devient plus rigoureux et efficient, car il leur appartient d'adopter une stratégie de rémunération qui illustre les objectifs poursuivis en lien avec les intérêts des actionnaires[1830]. Par ailleurs, les règles exigent une plus grande diligence de la part des administrateurs, du conseil d'administration et du comité de rémunération dans l'élaboration du régime de rémunération du dirigeant, car ils

---

[1826] Edward M. Iacobucci, « The Effects of Disclosure on Executive Compensation » (1998) 48 *University of Toronto Law Journal* 489 aux pp 499–500.

[1827] Edmund W. Kitch, « The Theory and Practice of Securities Disclosure » (1995) 61 *Brooklyn Law Review* 763 aux pp 850–851 ; Robert Dean Ellis, « Equity Derivatives, Executive Compensation, and Agency Costs » (1998) 35 *Houston Law Review* 399 à la p 447.

[1828] Edward M. Iacobucci, « The Effects of Disclosure on Executive Compensation » (1998) 48 *University of Toronto Law Journal* 489 aux pp 497–498 ; Biagio Marino, « Show Me the Money: The CEO Pay Ration Disclosure Rule and the Quest for Effective Executive Compensation Reform » (2016) 85 *Fordham Law Review* 1355 à la p 1379.

[1829] Edward M. Iacobucci, « The Effects of Disclosure on Executive Compensation » (1998) 48 *University of Toronto Law Journal* 489 à la p 498.

[1830] Edward M. Iacobucci, « The Effects of Disclosure on Executive Compensation » (1998) 48 *University of Toronto Law Journal* 489 aux pp 497–498.

encourent une sanction réputationnelle et élective[1831]. D'un côté, les améliorations constantes de la divulgation offrent aux parties prenantes de la société et à l'opinion publique une meilleure compréhension de la rémunération des membres d'une haute direction. De l'autre, la divulgation offre un véritable forum pour la mise en œuvre de meilleures pratiques de rémunération, au risque d'une stigmatisation sociale[1832]. Par conséquent, la réglementation sur les valeurs mobilières contribue largement à l'amélioration de la prise de décision par les investisseurs, à une valorisation des titres plus précise et à la réduction des comportements frauduleux[1833].

Dans les années 1990, la divulgation a été présentée comme un des facteurs ayant contribué à la hausse généralisée des rémunérations[1834]. En outre, l'obligation de divulgation a pu parfois inciter les administrateurs, qui souhaitaient y échapper, à choisir des éléments de rémunérations qui étaient plus opaques et parfois moins efficients. L'efficacité de la divulgation repose donc sur son adéquation avec les pratiques de rémunération afin d'éviter le détournement de ses conditions d'application[1835]. De surcroît, la divulgation favorise les comparaisons entre sociétés et accroît la concurrence entre firmes pour attirer des dirigeants talentueux[1836]. Cependant, la divulgation n'est pas le seul facteur qui explique cette tendance haussière. En effet, le recours à des conseillers en rémunération, les conflits d'intérêts et les jeux de réseau entre administrateurs sont autant de justifications qui peuvent être offertes à l'appui de la croissance des régimes de rémunération[1837]. Malgré ces inconvénients, les bienfaits de la divulgation l'emportent sur les coûts qu'elle engendre, et elle demeure un instrument privilégié

[1831] Jerry W. Markham, « Regulating Excessive Executive Compensation—Why Bother? » (2007) 2 *Journal of Business & Technology Law* 277 à la p 278.

[1832] Omari Scott Simmons, « Taking the Blue Pill: The Imponderable Impact of Executive Compensation Reform » (2009) 62 *Southern Methodist University Law Review* 299 à la p 344.

[1833] Geoffrey A. Manne, « The Hydraulic Theory of Disclosure Regulation and Other Costs of Disclosure » (2007) 58 *Alabama Law Review* 473 aux pp 479–480.

[1834] Randall S. Thomas, « Explaining the International CEO Pay Gap: Board Capture or Market Driven » (2004) 57 *Vanderbilt Law Review* 1171 à la p 1264.

[1835] David I. Walker, « The Manager's Share » (2005) 47 *William and Mary Law Review* 587 à la p 658.

[1836] Omari Scott Simmons, « Taking the Blue Pill: The Imponderable Impact of Executive Compensation Reform » (2009) 62 *Southern Methodist University Law Review* 299 à la p 343.

[1837] Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried et David I. Walker, « Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation » (2005) 69 *University of Chicago Law Review* 751 à la p 791.

pour endiguer la hausse des rémunérations et l'extraction de rentes par les dirigeants[1838]. La meilleure solution demeure de fournir l'information nécessaire aux participants sur le marché afin qu'ils puissent eux-mêmes opérer les ajustements qu'ils estiment nécessaires sur des composantes de la rémunération qui inciteraient, par exemple, à une prise de risque démesurée[1839].

Aux États-Unis, le régulateur a rendu obligatoire la divulgation du ratio de rémunération, soit l'écart entre la rémunération totale du plus haut dirigeant et la rémunération moyenne ou médiane des employés, au motif qu'il fournit une information essentielle aux actionnaires[1840]. Les nombreuses études menées aux États-Unis et au Canada démontrent en effet une augmentation croissante de la rémunération des dirigeants dans les sociétés ouvertes ainsi qu'un écart grandissant entre le salaire des dirigeants et le salaire moyen[1841]. La figure 7 ci-dessous présente l'écart entre la rémunération médiane des P.-D.G. et le salaire moyen des travailleurs du secteur privé sur la période 1998-2016. Au Canada, la divulgation du ratio de rémunération n'est pas obligatoire et l'information communiquée par les sociétés cotées ne permet pas de déterminer le salaire médian ou moyen au sein des sociétés. Par conséquent, la comparabilité entre les salaires des dirigeants et celui des employés d'une société donnée n'est pas possible.

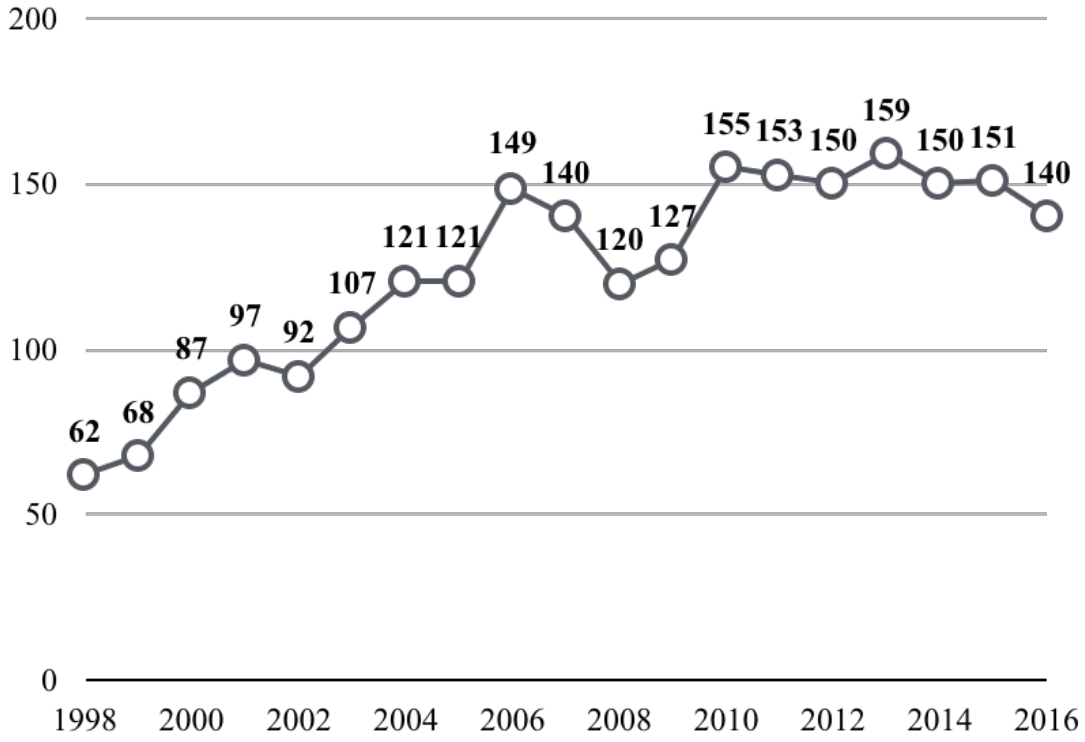
[1838] David I. Walker, « The Manager's Share » (2005) 47 *William and Mary Law Review* 587 aux pp 658–659.

[1839] James J. Park, « Reassessing the Distinction Between Corporate and Securities Law » (2017) 64 *University of California Law Review* 116 à la p 257.

[1840] Biagio Marino, « Show Me the Money: The CEO Pay Ration Disclosure Rule and the Quest for Effective Executive Compensation Reform » (2016) 85 *Fordham Law Review* 1355 à la p 1381 ; Amy L. Blackman, Donald P. Carleen et Adam Kaminsky, « Pay Ratio: The Time Has Come » (17 octobre 2017), *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* (blogue), en ligne : <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/10/17/pay-ratio-the-time-has-come/>.

[1841] Lawrence Mishel et Alyssa Davis, « Top CEOs Make 300 Times More Than Typical Workers » (21 juin 2015), en ligne : Economy Policy Institute <www.epi.org/files/2015/top-ceos-make-300-times-more-than-typical-workers.pdf> aux pp 1–5 ; Lucian Bebchuk et Yaniv Grinstein, « The Growth of Executive Pay » (2005) 21 *Oxford Review of Economic Policy* 283 aux pp 283–295 ; Carola Frydman et Dirk Jenter, « CEO Compensation » (2010) 2 *Annual Review of Financial Economics* 75 aux pp 77–80 ; Thomas Piketty et Emmanuel Saez, « The Evolution of Top Incomes: A Historical and International Perspective » (2006) 96 *American Economic Review* 200 à la p 204 ; Vanessa Serret, Sylvie Berthelot et Michel Coulmont, « Les facteurs déterminants de la mise en place du Say on Pay au Canada » (2016) 19:2 *Finance Contrôle Stratégie* 1.

Figure 7. — Écart entre la rémunération médiane des P.-D.G. et le salaire moyen des travailleurs du secteur privé (période 1998-2016)



Source : Yvan Allaire, *Trancher le nœud gordien de la rémunération des dirigeants* (novembre 2017), en ligne : Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques <https://igopp.org/wp-content/uploads/2017/11/IGOPP_PP_Remuneration_PP9_FR_vf_WEB.pdf> (données compilées par l'IGOPP à partir de SEDAR) à la p 17

Pour certains des commissaires de la SEC opposés à la règle[1842], la divulgation de cette information n'a pas d'autre vertu que de stigmatiser les sociétés afin qu'elles abaissent la rémunération de leurs dirigeants. En rendant disponible l'écart entre les rémunérations au sein des sociétés, la SEC a pensé fournir une information utile aux investisseurs pour qu'ils puissent juger du caractère raisonnable ou excessif de la rémunération de leurs dirigeants[1843]. Le constat d'un écart trop important entre les employés d'une même entreprise pourrait lever le voile sur un processus d'élaboration des régimes de rémunération inéquitable[1844]. D'un côté, bien que

[1842] Jeff Drew, « SEC Approves CEO Pay Ratio Rule », *Journal of Accountancy* (5 août 2015), en ligne : <www.journalofaccountancy.com/news/2015/aug/ceo-pay-ratio-rule-201512774.html>.

[1843] Jim Staihar, « Income Inequality and Pay Ratio Disclosure: A Moral Critique of Section 953(b) » (2017) 19 *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 457 aux pp 460–462.

[1844] Venkat Venkatasubramanian, *How Much Inequality Is Fair?: Mathematical Principles of a Moral, Optimal,*

l'argument ne soit pas nouveau, il témoignerait d'une domination de la haute direction sur l'élaboration et l'adoption de régimes avantageux. Et de l'autre, les faibles salaires ne seraient que le résultat d'un pouvoir de négociation salariale moindre des employés[1845]. La divulgation du ratio de rémunération est donc présentée comme un moyen pour rétablir une certaine équité en matière de politique de rémunération[1846].

Si l'on considère que ce sont les actionnaires qui paient les salaires des dirigeants alors leur fournir une information détaillée leur offre les moyens d'exprimer leur désaccord avec le régime visé. Les obligations de divulgation permettent à la société d'anticiper les réactions négatives des actionnaires et des parties prenantes de la société, voire de l'opinion publique. D'une certaine manière, elle influe en amont sur les discussions et les travaux des membres du comité de rémunération. Dès lors, on comprend la logique de la régulation selon laquelle une divulgation exigeante contribue à une prise de décision efficiente par les administrateurs et par les actionnaires[1847]. Néanmoins, la présentation détaillée d'informations sur la rémunération des membres de la haute direction n'a pas eu l'effet limitatif escompté[1848]. En effet, à défaut d'être devenu l'apanage d'un activisme actionnarial sur un problème spécifique de gouvernance, il semble que la divulgation soit surtout devenue le moyen pour les dirigeants d'exiger des régimes toujours plus avantageux. L'accès aux données sur la rémunération des dirigeants concurrents leur a permis de renforcer leur pouvoir de négociation salariale. Les sociétés mettent donc en place des politiques de rémunérations attractives, qui excèdent celles mises en place par leurs rivales[1849]. À la suite de la mise en place des règles en matière de divulgation au Canada et aux

---

and Stable Capitalist Society, New York, Columbia University Press, 2017, 169, DOI : <10.7312/venk18072>.

[1845] Jim Staihar, « Income Inequality and Pay Ratio Disclosure: A Moral Critique of Section 953(b) » (2017) 19 *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 457 à la p 487.

[1846] James A. Cotton, « Toward Fairness in Compensation of Management and Labor: Compensation Ratios, a Proposal for Disclosure » (1997) 18 *Northern Illinois University Law Review* 157 à la p 157.

[1847] Kathryn J. Kennedy, « Excessive Executive Compensation: Prior Federal Attempts to Curb Perceived Abuses » (2010) 10 *Houston Business and Tax Law Journal* 196 à la p 238.

[1848] Steven M. Davidoff et Claire A. Hill, « Limits of Disclosure » (2013) 36 *Seattle University Law Review* 599 à la p 624.

[1849] Kenneth R. Davis, « Taking Stock—Salary and Options Too: The Looting of Corporate America » (2010) 69 *Maryland Law Review* 419 à la p 447 ; Jeffrey N. Gordon, « Executive Compensation: If There's A Problem, What's the Remedy? The Case for "Compensation Discussion and Analysis" » (2004) 30 *The Journal of Corporation Law* 675 aux pp 697–698.

États-Unis, une hausse de la rémunération des dirigeants a été constatée[1850].

La divulgation est un instrument qui a des conséquences sur les décisions prises par les administrateurs. Cependant, les effets sur la prise de décision, notamment par les actionnaires, sont mitigés. Effectivement, selon le degré d'apathie et le niveau de littératie ou de sophistication financière des actionnaires, la divulgation n'a pas les mêmes répercussions sur le processus décisionnel d'un petit porteur que sur celui d'un investisseur institutionnel. Quoi qu'il en soit, la divulgation n'est qu'un des instruments utilisés pour dynamiser la démarche participative des actionnaires. S'il est vrai que la divulgation améliore la prise de décision et stigmatise les comportements qu'elle dévoile, ces suppositions sont malgré tout incomplètes[1851].

Le droit des sociétés et le droit des valeurs mobilières contribuent à la protection des investisseurs et des actionnaires[1852]. Au Canada, la réglementation en valeurs mobilières impose des obligations de divulgation aux investisseurs alors que la législation sur les sociétés par actions prescrit les règles régissant le fonctionnement interne des sociétés. Si la divulgation n'est pas exclusive à la législation sur les valeurs mobilières, elle a une incidence fondamentale sur des questions de gouvernance des sociétés par actions, notamment en matière de sollicitation de procurations, d'états financiers et de vote des actionnaires.

En 2008, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont introduit une *Annexe 51-102A6, Déclaration de la rémunération de la haute direction* au *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*[1853]. Selon la rubrique 1.1 de l'*Annexe*, la déclaration a pour objectif :

> D'exposer la rémunération payée, rendue payable, attribuée, octroyée, donnée ou fournie de quelque autre façon par la société à chaque membre de la haute direction visé et chaque administrateur pour l'exercice ainsi que le processus décisionnel relatif à la rémunération. Cette information donnera aux investisseurs un aperçu de la rémunération

---

[1850] Roger Coffin, « A Responsibility to Speak: Citizens United, Corporate Governance and Managing Risks » (2012) 8 *Hastings Business Law Journal* 103 à la p 117 (note 61).

[1851] Steven M. Davidoff et Claire A. Hill, « Limits of Disclosure » (2013) 36 *Seattle University Law Review* 599 à la p 632.

[1852] Sur la pertinence de la distinction du droit des sociétés et du droit des valeurs mobilières dans le contexte américain : James J. Park, « Reassessing the Distinction Between Corporate and Securities Law » (2017) 64 *University of California Law Review* 116.

[1853] *Loi sur les valeurs mobilières*, RLR Q v-1.1, r 24, en ligne : <http://canlii.ca/t/69vb4>.

de la haute direction, l'un des aspects essentiels de la gestion et de la gouvernance de la société, et les aidera à comprendre la façon dont sont prises les décisions en la matière[1854].

La rubrique 3 de l'*Annexe* exige une présentation de la rémunération pour chaque membre de la haute direction sous forme d'un tableau sommaire. Sont soumis à cette obligation de divulgation : le chef de la direction, le chef des finances et les trois membres de la haute direction de la société, y compris ses filiales, les mieux rémunérés, ou les trois personnes exerçant des fonctions analogues et dont la rémunération totale pour l'exercice visé est égale ou supérieure à 150 000 $[1855]. L'*Annexe* requiert aussi la présentation de l'information relative au chef de la direction et au chef des finances, sans égard à leur montant de rémunération. Le seuil de 150 000 $ est exigé seulement pour les trois membres de la haute direction ou pour les trois personnes exerçant des fonctions similaires[1856]. Conformément au paragraphe 10 de la rubrique 1.3, la présentation de l'information doit être claire et concise pour faciliter sa compréhension par les investisseurs[1857].

Comme l'illustre le tableau 1 ci-dessous, la présentation de l'information impose pour chaque personne visée de divulguer les éléments de rémunération suivants : le salaire, les attributions à base d'actions, les attributions à base d'options, la rémunération en vertu d'un plan incitatif annuel et à long terme, la valeur du régime de retraite, toute autre rémunération et enfin la rémunération totale pour les trois derniers exercices de la société. Les informations relatives à la rémunération fondée sur l'attribution d'actions ou d'options doivent par ailleurs préciser la juste valeur de l'attribution à la date de l'attribution et la méthode utilisée pour la

---

[1854] Annexe 51-102A6, rubrique 1.1 ; Stéphane Rousseau, *Législation en valeurs mobilières annotée. Lois, règlements et normes 2016-2017*, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2016 à la p 1486.

[1855] Annexe 51-102A6, rubrique 1.2 et 1.3 au para 6 ; Stéphane Rousseau, *Législation en valeurs mobilières annotée. Lois, règlements et normes 2016-2017*, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2016 à la p 1489.

[1856] Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Avis de publication, Règlement modifiant le Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue, y compris l'Annexe 51-102A6, Déclaration de la rémunération de la haute direction* (22 juillet 2011), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/51-102/2011-07-22/2011juil22-51-102-avis-publ-fr.pdf>.

[1857] Art 1.5, *Instruction générale relative au Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/51-102/2015-06-30/2015juin30-51-102-ig-vadmin-fr.pdf>.

calculer[1858]. Au sein de la catégorie « Autre rémunération (h) » doivent être inclus les avantages personnels et indirects qui ne sont pas habituellement offerts aux autres membres du personnel[1859].

Tableau 1. — Tableau sommaire de la rémunération

Nom et poste principal (a)	Exercice (b)	Salaire ($) (c)	Attributions fondées sur des actions ($) (d)	Attributions fondées sur des options ($) (e)	Rémunération en vertu d'un plan incitatif non fondé sur des titres de capitaux propres ($) (f)		Valeur du régime de retraite ($) (g)	Autre rémunération ($) (h)	Rémunération totale ($) (i)
					Plans incitatifs annuels (f1)	Plans incitatifs à long terme (f2)			
Chef de la direction									
Chef des finances									
A									
B									
C									

Source : Stéphane Rousseau, *Législation en valeurs mobilières annotée. Lois, règlements et normes 2016-2017*, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2016 à la p 1491

Conformément à la rubrique 2.1 de l'*Annexe*, la société doit également accompagner le tableau sommaire d'une analyse de la rémunération en présentant une description de plusieurs éléments dont : les objectifs du programme et de la stratégie de rémunération, ce que récompense le programme de rémunération, chaque élément de rémunération, les motifs de leur paiement, la façon dont chaque élément est fixé, et la façon dont chaque élément de la rémunération et les décisions de la société sur chacun cadrent avec les objectifs généraux en matière de rémunération et leur incidence sur les décisions concernant les autres éléments[1860]. L'analyse de la rémunération que doit fournir l'émetteur, en vertu de la rubrique 2.1, doit aller au-delà de la simple description afin d'établir le lien entre les éléments de la rémunération du

[1858] Rubrique 3.1 aux para 3-5 de l'*Annexe 51-102A6, Déclaration de la rémunération de la haute direction* ; lire également le commentaire sur la rubrique 3.1 de l'Annexe : Stéphane Rousseau, *Législation en valeurs mobilières annotée. Lois, règlements et normes 2016-2017*, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2016 à la p 1494.

[1859] Rubrique 3.1 au para 10 de l'*Annexe 51-102A6, Déclaration de la rémunération de la haute direction*.

[1860] Rubrique 2.1 de l'*Annexe 51-102A6, Déclaration de la rémunération de la haute direction.*

membre de la haute direction et sa performance[1861]. Le 20 novembre 2009, plus d'un an après l'entrée en vigueur de l'*Annexe 51-102A6*, les ACVM ont publié un *Avis 51-331* présentant les conclusions de leur examen ciblé portant sur le respect de la réglementation en matière de divulgation des rémunérations[1862]. Cet avis a été l'occasion pour les ACVM de présenter leurs principales préoccupations au sujet de l'information sur la rémunération de la haute direction. Lors de cet examen, d'importants problèmes ont été identifiés concernant la « Rubrique 2.1. Analyse de la rémunération ». Les problèmes visaient l'absence d'explications suffisantes sur l'utilisation de référence d'étalonnage, l'établissement d'objectifs de performance et la faible comparaison entre la performance et la tendance de la rémunération des membres de la haute direction de la société[1863]. Comme le rappellent les paragraphes 2 à 4 de la Rubrique 2.1, les informations fournies doivent permettre :

- la compréhension par une personne raisonnable des actions, des politiques ou des décisions prises afin d'expliquer la rémunération versée aux dirigeants ;
- d'expliquer les éléments, les sociétés et les critères de sélection utilisés pour la mise en place de l'étalonnage ;
- de présenter les mesures objectives et connues sur lesquelles s'appuient les objectifs de performance ou les conditions similaires employés[1864].

Comme le précise le commentaire sous la Rubrique 2.1, les informations divulguées doivent permettre d'exploser clairement et simplement le processus de rémunération, tout en fournissant des éléments d'informations significatifs. Dans cet ordre d'idées, des éléments d'informations concernant la rémunération doivent être divulgués, notamment le processus

---

[1861] Stéphane Rousseau, *Législation en valeurs mobilières annotée. Lois, règlements et normes 2016-2017*, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2016 à la p 1491 (commentaire).

[1862] Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Avis 51-331 du personnel des ACVM : Rapport sur l'examen par le personnel des ACVM de l'information sur la rémunération de la haute direction* (20 novembre 2009), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2009/2009 nov20-51-331-acvm-fr.pdf>.

[1863] Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Avis 51-331 du personnel des ACVM : Rapport sur l'examen par le personnel des ACVM de l'information sur la rémunération de la haute direction* (20 novembre 2009), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2009/2009 nov20-51-331-acvm-fr.pdf> à la p 2.

[1864] Stéphane Rousseau, *Législation en valeurs mobilières annotée. Lois, règlements et normes 2016-2017*, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2016 à la p 1490.

utilisé pour la détermination des avantages indirects et personnels ; la révision ou l'ajustement d'attributions, de gains ou de paiements par rapport aux objectifs de performance ; l'attribution d'une rémunération discrétionnaire par un conseil d'administration ; les objectifs de performance qui portent sur des facteurs quantitatifs ou qualitatifs de performance précis, etc[1865]. D'ailleurs, l'*Annexe* mentionne de manière non exhaustive toute une série de situations susceptibles d'inciter les membres de la direction à exposer la société à des risques inappropriés ou excessifs[1866]. À titre d'exemple, sont ainsi déconseillées les rémunérations qui « accordent proportionnellement davantage d'importance au respect d'objectifs de performance ou de conditions similaires à court terme qu'aux objectifs à long terme »[1867].

Afin de faciliter la compréhension et l'analyse de la politique de rémunération, l'émetteur doit fournir une représentation graphique du rendement total cumulatif des titres au cours des cinq derniers exercices[1868]. Le graphique doit représenter l'évolution de la rémunération des membres de la haute direction afin de faciliter la comparaison avec la performance financière de la société. Enfin, l'analyse de la rémunération doit exposer les politiques et les pratiques de gouvernance de rémunération mises en place par le conseil d'administration et le comité de rémunération et qui est notamment en lien avec les pratiques recommandées. Il s'agit ainsi de fournir de l'information relative à l'indépendance des administrateurs et des membres du comité, de l'information sur leurs expériences et leurs compétences en matière de rémunération, ainsi que leurs responsabilités et pouvoirs respectifs[1869].

On soulignera l'importance accordée à l'information relative au recours à un consultant ou conseiller en rémunération. En effet, toute activité du consultant offerte à des membres de la société, autre que celle relative au conseil en rémunération, doit faire l'objet d'une divulgation.

[1865] Stéphane Rousseau, *Législation en valeurs mobilières annotée. Lois, règlements et normes 2016-2017*, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2016 à la p 1491.

[1866] Stéphane Rousseau, *Législation en valeurs mobilières annotée. Lois, règlements et normes 2016-2017*, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2016 à la p 1492.

[1867] Stéphane Rousseau, *Législation en valeurs mobilières annotée. Lois, règlements et normes 2016-2017*, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2016 à la p 1492.

[1868] Rubrique 2.2 para b) de l'*Annexe 51-102A6, Déclaration de la rémunération de la haute direction*.

[1869] Rubrique 2.4 de l'*Annexe 51-102A6, Déclaration de la rémunération de la haute direction*.

De même, la rémunération pour les services qu'il a fournis doit être incluse dans l'analyse de la rémunération soumise à divulgation[1870]. Ces exigences de divulgation sont en adéquation avec les bonnes pratiques prescrites quant au rôle du conseil d'administration et du comité de rémunération exposés aux articles 3.15–3.17 de *l'Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance* [1871] en matière de rémunération et à la rubrique 7 de *l'Annexe 58-101A1 Information concernant la gouvernance* du *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance*[1872].

Au Canada, la transparence et la divulgation sont des piliers de la gouvernance des sociétés par actions. Dans ce cas, les exigences relatives à la divulgation des procédures, à l'emploi d'un langage simple et à la promotion de la rémunération liée à la performance témoignent de l'intérêt des autorités régulatrices canadiennes à l'égard des investisseurs[1873]. Par conséquent, la transparence dans le processus d'élaboration et d'adoption de la rémunération, notamment incitative, garantit son effectivité, car la rémunération liée à la performance financière constitue l'une des mesures pour attirer, retenir et motiver les dirigeants[1874].

Paragraphe 3. — L'engagement actionnarial

Au Canada, le droit des sociétés place les administrateurs et les dirigeants au cœur du fonctionnement de la société par actions. La règle du jugement d'affaires permet à leurs décisions de bénéficier d'une déférence considérable[1875]. Les deux décisions de la Cour suprême

---

[1870] Rubrique 2.4 para 3) de l'*Annexe 51-102A6, Déclaration de la rémunération de la haute direction*.

[1871] Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance* (30 juin 2005), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/58-201/2005-06-30/2005juin30-58-201-ig-vadmin-fr.pdf>.

[1872] Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Annexe 58-101A1, Information concernant la gouvernance* du *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance* (17 novembre 2015), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/58-101/2015-11-17/2015nov17-58-101-vofficielle-fr.pdf>.

[1873] Anita I. Anand, « Is Systemic Risk Relevant to Securities Regulation » (2010) 60 *University of Toronto Law Journal* 941 à la p 951 ; Luigi Zingales, « The Future of Securities Regulation » (2009) 47 *Journal of Accounting Research* 391 aux pp 392–393 ; Bo James Howell, « Executive Fraud and Canada's Regulation of Executive Compensation » (2007) 39 *University of Miami Inter-American Law Review* 111 aux pp 141–142.

[1874] Bo James Howell, « Executive Fraud and Canada's Regulation of Executive Compensation » (2007) 39 *University of Miami Inter-American Law Review* 111 à la p 142.

[1875] Stéphane Rousseau, « Directors Duty of Care after Peoples: Would It Be Wise to Start Worrying about

Peoples[1876] et *BCE*[1877] ont affirmé l'autorité et la discrétion décisionnelle du conseil d'administration tout en nuançant la vision strictement actionnariale de la gestion de la société par actions[1878]. Quant à elle, la réglementation en valeurs mobilières adopte une approche du point de vue des actionnaires[1879].

L'idée que l'engagement actionnarial ou le « stewardship » peuvent contribuer à une meilleure gouvernance des sociétés a été à l'origine de nombreuses initiatives visant à renforcer le pouvoir des actionnaires[1880]. Si le principe de maximisation de la valeur actionnariale est l'objectif défendu par le droit des sociétés et l'activisme actionnarial, le concept de « stewardship » vise quant à lui l'intervention des actionnaires dans la gestion de la société afin d'en protéger les intérêts à long terme[1881]. Désormais, de nombreuses initiatives réglementaires encouragent une plus grande participation actionnariale sur des questions de gouvernance, dont la rémunération des dirigeants. Manifestement, les réformes du *Dood-Franck Act* et du *Sabarnes Oxley Act* aux États-Unis, tout comme la récente révision de la *Directive européenne sur le droit des actionnaires des sociétés cotées (2007/36/CE)* ou l'adoption du « Stewardship Code » au Royaume-Uni illustrent la volonté de plus en plus répandue d'instiller une dose de participation actionnariale dans la gouvernance d'entreprise[1882]. Ces initiatives épousent donc l'idée que les actionnaires, notamment les investisseurs institutionnels, peuvent constituer un mécanisme de promotion de l'objectif de maximisation de la valeur de la société et de protection de l'ensemble

---

Liability » (2005) 41 *Canadian Business Law Journal* 223 aux pp 223–224 ; Brian R. Cheffins et Bernard S. Black, « Outside Director Liability across Countries » (2006) 84 *Texas Law Review* 1385 à la p 1443.

[1876] *Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise*, [2004] 3 RCS 461.

[1877] *BCE Inc c Détenteurs de débentures 1976*, [2008] RCS 560.

[1878] Bryce C. Tingle, « Bad Company — The Assumptions behind Proxy Advisors Voting Recommendations » (2014) 37 *Dalhousie Law Journal* 709 à la p 729.

[1879] Sean Vanderpol et Edward J. Waitzer, « Addressing the Tension between Directors' Duties and Shareholder Rights — A Tale of Two Regimes » (2012) 50 *Osgoode Hall Law Journal* 177 à la p 208.

[1880] Carine Girard et Julien Le Maux, « De l'activisme à l'engagement actionnarial » (2007) 1 *Revue française de gouvernance d'entreprise* 113.

[1881] Dionysia Katelouzou, « Reflections on the Nature of the Public Corporation in an Era of Shareholder Activism and Shareholder Stewardship » dans Barnali Choudhury et Martin Petrin, dir, *Understanding the Company: Corporate Governance and Theory*, Cambridge, Cambridge University Press, 2017 aux pp 117–144, DOI : <10.1017/9781316536384>.

[1882] Marc T. Moore, « The De-Privatisation of Anglo-American Corporate Law? » dans Roman Tomasic, dir, *Handbook of Corporate Governance*, New York, Routledge, 2016, 32 aux pp 37, 39–41, 42–44.

des intérêts des actionnaires en permettant leur participation à la gestion de la société. Cette dynamique régulatoire a pour objet de mettre en place une mécanique de contrôle efficace de ceux qui gèrent des actifs pour le compte d'investisseurs. Cela n'est pas sans rappeler les solutions traditionnellement apportées au problème d'agence issu de la séparation du contrôle et de la propriété de la firme capitaliste. En permettant la surveillance des intermédiaires financiers par l'engagement des actionnaires et des investisseurs, les régulateurs tentent d'assurer une gestion dans l'intérêt des clients de ces institutions[1883].

Les initiatives mettent l'accent sur une démarche volontaire des participants et font la part du lion au principe selon lequel il faut « se conformer ou s'expliquer » (« comply or explain »)[1884]. Bien que les dispositions de ces instruments soient volontaires, leur respect peut être requis par la loi ou par les règles de cotation à la bourse[1885]. La règle du « comply or explain » encourage les sociétés qui adhèrent à un code de bonnes pratiques à en respecter les dispositions et à défaut à expliquer les cas pour lesquels elles ne le font pas. En ce sens, la règle s'apparente à une obligation de divulgation dont l'objectif est d'informer les investisseurs. Cette approche régulatoire flexible présente l'avantage d'adapter les règles au particularisme des différents participants qui y sont assujettis[1886]. Par conséquent, le principe « se conformer ou s'expliquer » permet de renforcer le pouvoir des actionnaires en leur permettant de mieux évaluer si la non-conformité est justifiée[1887]. Autrement dit, le contrôle de l'application des bonnes pratiques est laissé à l'appréciation des actionnaires. En cas d'insatisfaction des actionnaires sur les explications avancées, il leur appartient d'exprimer leur désaccord,

---

[1883] Konstantinos Sergakis, « Deconstruction and Reconstruction of the "Comply or Explain" Principle in EU Capital Markets » (2015) 5 *Accounting, Economics and Law* 233 à la p 242.

[1884] John Parkinson et Gavin Kelly, « The Combined Code on Corporate Governance » (1999) 70 *The Political Quarterly* 101 à la p 104.

[1885] David Seidl, « Standard Setting and Following in Corporate Governance: An Observation-Theoretical Study of the Effectiveness of Governance Codes » (2007) 14 *Organization* 705 à la p 7 ; Ruth V. Aguilera et Alvaro Cuervo-Cazurra, « Codes of Good Governance » (2009) 17 *Corporate Governance: An International Review* 376 à la p 382.

[1886] Andrew Keay, « Comply or Explain in Corporate Governance Codes: In need of Greater Regulatory Oversight? » (2014) 34 *Legal Studies* 279 à la p 280.

[1887] Andrew Keay, « Comply or Explain in Corporate Governance Codes: In need of Greater Regulatory Oversight? » (2014) 34 *Legal Studies* 279 à la p 280.

notamment par un vote contestataire.

Au-delà de cette potentielle sanction, le marché remplit une fonction contraignante lorsque la non-conformité se traduit par une diminution de la valeur des titres de la société[1888]. Ce n'est qu'à cette condition que peut être jugée l'effectivité de ce type d'instrument. Ainsi, c'est l'évaluation faite par les actionnaires les plus importants qui confère ou non une légitimité aux justifications offertes au non-respect des pratiques recommandées[1889]. Dès lors, l'absence d'explications légitimes au regard des attentes des actionnaires affecte la perception de l'entreprise par le marché. En effet, la conformité de la société avec les bonnes pratiques reconnues en gouvernance semble se traduire par une hausse de la valeur des actions et semble attester de l'intérêt de nombreux investisseurs pour la bonne gouvernance des sociétés[1890]. À l'inverse, la non-conformité tend à augmenter le coût du capital pour les entreprises[1891].

L'effort réglementaire le plus abouti en matière d'engagement actionnarial est l'« UK Stewardship Code » anglais adopté en 2010 et révisé en 2012[1892]. Le code énonce clairement son objectif : « *[s]tewardship aims to promote the long term success of companies* in such a way that the ultimate providers of capital also prosper. Effective stewardship benefits companies, investors and the economy as a whole » [nos italiques][1893]. Pour cela, il s'agit d'aller au-delà de l'exercice effectif du droit de vote des actionnaires et requérir leur véritable implication puisque le code ajoute :

For investors, stewardship is more than just voting. Activities may include monitoring

---

[1888] Andrew Keay, « Comply or Explain in Corporate Governance Codes: In need of Greater Regulatory Oversight? » (2014) 34 *Legal Studies* 279 aux pp 282–283.

[1889] David Seidl, Paul Sanderson et John Roberts, « Applying the 'Comply-or-Explain' Principle: Discursive Legitimacy Tactics with Regard to Codes of Corporate Governance » (2013) 17 *Journal of Management & Governance* 791 à la p 793.

[1890] Christine Mallin, « Corporate Governance and the Bottom Line » (2001) 9 *Corporate Governance* 77 à la p 78.

[1891] Reggy Hooghiemstra et Hans van Ees, « Uniformity as Response to Soft Law: Evidence from Compliance and Non-Compliance with the Dutch Corporate Governance Code » (2011) 5 *Regulation & Governance* 480 à la p 483 ; Igor Goncharov, Joerg Richard Werner et Jochen Zimmermann, « Does Compliance with the German Corporate Governance Code Have an Impact on Stock Valuation? An Empirical Analysis » (2006) 14 *Corporate Governance* 432 à la p 434.

[1892] Konstantinos Sergakis, « The UK Stewardship Code: Bridging the Gap between Companies and Institutional Investors » (2013) 47 *Revue juridique Thémis* 109.

[1893] Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code* (septembre 2012), en ligne : <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.pdf>.

> and engaging with companies on matters such as strategy, performance, risk, capital structure, and corporate governance, including culture and remuneration. Engagement is purposeful dialogue with companies on these matters as well as on issues that are the immediate subject of votes at general meetings [soulignement ajouté][1894].

Ce dialogue peut prendre différentes formes et se matérialiser par la tenue de rencontres avec la haute direction, par des déclarations publiques ou par l'exercice des droits reconnus aux actionnaires, comme le droit de proposer des résolutions. Le concept de « stewardship » vise les investisseurs institutionnels, qu'ils soient propriétaires ou gestionnaires des actifs, mais également les sociétés de conseil en investissement ou en vote. L'ambition est donc de contribuer à l'amélioration de la gouvernance et de la performance des sociétés tout en renforçant la légitimité des marchés et de l'économie dans son ensemble. Pour satisfaire cette ambition, les actionnaires doivent participer et surveiller la gestion de la société. D'ailleurs, le concept est suffisamment englobant pour venir appréhender les relations entre les actionnaires, les sociétés d'investissements, les gestionnaires de portefeuille et les autres acteurs qui interviennent dans la relation d'investissement[1895]. Cet intérêt marqué pour la régulation des comportements des investisseurs institutionnels illustre les enjeux liés au pouvoir pour la défense et le respect du principe de primauté actionnariale[1896].

Comme nous l'avons présenté dans notre paragraphe précédent, la législation canadienne impose un certain nombre d'obligations en matière de divulgation d'information. Néanmoins, de nombreux organismes contribuent à l'élaboration et à la promotion de bonnes pratiques de gouvernance. Nous prêtons ici une attention particulière à la révision récente par la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance de ses « stewardship principles ». En effet, le 15 mai 2017, l'organisme a publié une version révisée contenant une série de sept principes afin d'inciter les investisseurs institutionnels à exercer leurs responsabilités dans l'intérêt de

---

[1894] Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code* (septembre 2012), en ligne : <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.pdf>.

[1895] Iris H-Y Chiu, « Turning Institutional Investors into 'Stewards': Exploring the Meaning and Objectives of 'Stewardship' » (2013) 66 *Current Legal Problems* 443.

[1896] Iris H-Y Chiu et Dionysia Katelouzou, « From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe? » (avril 2016), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=2731241> à la p 8.

leurs clients et à favoriser la création de valeur à long terme[1897]. Si l'approche est volontaire et ne prévoit pas les modalités d'un contrôle de conformité, les principes qu'elle avance sont conformes à ceux contenus dans d'autres initiatives étrangères. La présentation de ces principes fait suite à l'affaire Bombardier qui, après avoir reçu un soutien financier du gouvernement québécois en 2015, a procédé à de nombreux licenciements et à la hausse de la rémunération des membres de sa haute direction. L'exercice de « naming and shaming » auquel s'est livrée la presse et l'opinion publique a provoqué le mécontentement de nombreux investisseurs institutionnels qui ont milité pour le report d'une partie des hausses de rémunération. Cet exemple est une illustration parfaite de l'écueil qui peut être adressé à une régulation volontaire des comportements des sociétés et à un activisme qui est avant tout curatif et non préventif.

La reconfiguration du paysage actionnarial nous oblige à repenser les postulats de l'approche contractuelle de l'entreprise et de la théorie de l'agence quant au rôle des actionnaires dans la gouvernance des sociétés par actions. Bien que la mise en place d'une démarche volontaire en lien avec la règle du « comply or explain » présente des bienfaits, plusieurs interrogations persistent quant à la qualité des motifs fournis pour la non-conformité, sur la nécessité ou non d'améliorer la vérification des rapports, ou sur la réelle responsabilité des sociétés[1898]. Le principe « se conformer ou s'expliquer » est confronté à deux problèmes. D'une part, sans la vigilance des actionnaires, le conseil d'administration de la société n'encourt aucune responsabilité et aucune conséquence et, d'autre part, la communication des sociétés autour du respect des bonnes pratiques est souvent lacunaire[1899]. La conformité et l'explication qui sous-tendent la règle font l'objet d'un usage superficiel, car les entreprises ne fournissent pas de justifications pertinentes soit parce qu'elles éprouvent des difficultés à le faire, soit parce

---

[1897] Coalition canadienne pour une bonne gouvernance, *Stewardship Principles* (15 mai 2017), en ligne : <admin.yourwebdepartment.com/site/ccgg/assets/pdf/stewardship_principles_public.pdf> ce document est une version mise à jour de la publication initiale publiée en 2005 et révisée en 2010 *Surveillance de la gouvernance, vote et communication avec les actionnaires*, en ligne : <www.ccgg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Principles_for_Governance_Monitoring_Voting_and_Shareholder_Engagement-Formatted__2_.pdf>.

[1898] Andrew Keay, « Comply or Explain in Corporate Governance Codes: In need of Greater Regulatory Oversight? » (2014) 34 *Legal Studies* 279 à la p 303.

[1899] Iain MacNeil et Xiao Li, « "Comply or Explain": Market Discipline and Non-Compliance with the Combined Code » (2006) 14 *Corporate Governance: An International Review* 486 à la p 488.

qu'elles se refusent à en révéler les vrais motifs[1900]. De même, l'intervention des actionnaires est rarement préventive, mais souvent provoquée par la mauvaise performance de l'entreprise[1901].

Par conséquent, il nous paraît indispensable de déployer des efforts pour améliorer le contrôle des informations divulguées et les justifications de la non-conformité. La tolérance des investisseurs à la conformité est fonction de la performance financière de la firme et ils tendent à excuser ou à prêter une attention moindre aux arguments qui leur sont présentés[1902].

Sous-section 2. — Les mécanismes formels du vote

La législation en droit des sociétés définit les modalités d'exercice du vote et le processus d'élection des administrateurs. La réforme annoncée de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* ainsi que les pratiques recommandées en gouvernance entendent favoriser l'expression de la voie actionnariale dans l'administration des sociétés.

Paragraphe 1. — Les modalités du vote

Les modalités du vote illustrent le rôle limité des actionnaires dans la prise de décision en droit des sociétés. En effet, le vote des actionnaires n'est requis que lors de l'élection des administrateurs et pour toute décision liée à des changements importants de la société. Le pouvoir des actionnaires ne leur permet pas de se prononcer sur les décisions de gestion prises par le conseil d'administration. En cas de désaccord avec l'équipe dirigeante, ils ne disposent que de la faculté de révoquer et d'élire de nouveaux administrateurs[1903].

L'enjeu des modalités du vote des actionnaires est donc particulièrement saillant en matière de rémunération. En effet, dans les sociétés où la rémunération est jugée excessive, le

---

[1900] Konstantinos Sergakis, « EU Corporate Governance. The Ongoing Challenges of the 'Institutional Investor Activism' Conundrum » (2014) 16 *European Journal of Law Reform* 728 à la p 733.

[1901] Sridhar Arcot, Valentina Bruno et Antoine Faure-Grimaud, « Corporate Governance in the UK: Is the Comply or Explain Approach Working? » (2010) 30 *International Review of Law & Economics* 193 à la p 199 ; Anita Indira Anand, « An Analysis of Enabling vs. Mandatory Corporate Governance Structures Post-Sarbanes-Oxley » (2006) 31 *The Delaware Journal of Corporate Law* 229 à la p 244.

[1902] Iain MacNeil et Xiao Li, « "Comply or Explain": Market Discipline and Non-Compliance with the Combined Code » (2006) 14 *Corporate Governance: An International Review* 486 à la p 494.

[1903] Art 109(1) LCSA ; art 144 LSA.

meilleur moyen pour la contester demeure que les actionnaires votent contre les administrateurs dont la candidature est soumise au vote, et plus particulièrement contre les candidats qui siègent sur le comité de rémunération. Par exemple, en 2015, dans les trois sociétés canadiennes que sont Barrick Gold, Yamana Corporation et CIBC, de nombreux actionnaires se sont abstenus de voter pour l'élection d'administrateur, notamment des présidents des comités de rémunération et de ressources humaines. Chez Barrick et Yamama, on a relevé respectivement 25,9 % et 23,22 % d'abstention à l'égard de l'élection du président du comité de rémunération. Chez CIBC, le taux d'abstention pour la présidente du comité s'est élevé à 14,98 %[1904].

Classiquement, le droit de vote répond à un triple objectif. Tout d'abord, il permet d'agréger les préférences d'un groupe pouvant avoir des préférences hétérogènes. Ensuite, le vote est présenté comme un instrument de prise de décision qui réduit l'occurrence d'erreurs en favorisant le choix de la solution la plus effective au regard du nombre de voix recueillies. Enfin, le vote, comme contrepartie à la délégation de pouvoir, confère une légitimité à la relation d'agence qui caractérise le fonctionnement des sociétés par actions, où un groupe restreint agit pour le compte d'un groupe plus large. En ce sens, le vote permet de sélectionner et de surveiller les délégataires de l'autorité des actionnaires[1905].

En droit des sociétés, l'élection des administrateurs fournit l'illustration parfaite de la primauté accordée aux actionnaires dans le processus décisionnel[1906]. Selon la législation québécoise, le mandat des administrateurs élus est d'une durée de trois années ou plus[1907]. En vertu de la législation canadienne, les administrateurs sont élus pour un mandat qui « expirera au plus tard à la clôture de la troisième assemblée annuelle suivante »[1908]. Si, en apparence, les actionnaires semblent disposer d'un large pouvoir, en réalité les modalités de vote des

---

[1904] Andrew MacDougall, « Le vote consultatif sur la rémunération revient en force : trois rejets au cours d'une même semaine » (6 mai 2015), en ligne : Osler <https://www.osler.com/fr/ressources/gouvernance/2015/le-vote-consultatif-sur-la-remuneration-revient-en>.

[1905] Robert B. Thompson et Paul H. Edelman, « Corporate Voting » (2009) 62 *Vanderbilt Law Review* 127 aux pp 132–133 ; Richard H. Pildes, « What Kind of Right Is the "Right to Vote"? (2007) 93 *Virginia Law Review in Brief* 45 à la p 46.

[1906] Art 106(3) LCSA ; art 110 LSA.

[1907] Art 110 al 1 LSA.

[1908] Art 106(3) LCSA.

actionnaires en restreignent fortement l'ampleur. En effet, les actionnaires sont appelés à voter pour des candidats dont les nominations sont proposées par le conseil d'administration. Même s'il est offert aux actionnaires la possibilité de proposer leurs propres candidats ou de convoquer une assemblée extraordinaire pour révoquer les administrateurs, la procédure est coûteuse[1909]. L'élection ou la destitution des administrateurs se fait par l'adoption d'une résolution ordinaire à la majorité des voix exprimées[1910]. Par ailleurs, les abstentions ne sont pas comptabilisées dans les suffrages exprimés ce qui signifie que les candidats peuvent être élus alors même que les actionnaires se sont abstenus[1911]. À l'inverse au Québec, la *Loi sur les sociétés par actions* ne fait pas mention de l'élection des administrateurs par voie de résolution ordinaire ce qui laisse ouverte la possibilité d'une élection à la pluralité des voix exprimées[1912].

L'élection des administrateurs des sociétés par actions est un des nombreux aspects de la gouvernance qui fait l'objet d'une attention particulière de la part du législateur qui préconise désormais la mise en place du vote majoritaire. En effet, le vote majoritaire est présenté comme un moyen de renfoncer l'imputabilité des membres de la haute direction devant les actionnaires, notamment parce que la menace de perte de siège influe sur le comportement du conseil d'administration[1913]. Le 28 septembre 2016, le gouvernement du Canada a déposé *le projet de loi C-25, la Loi modifiant la Loi canadienne sur les sociétés par actions et autres*[1914]. Le projet

---

[1909] Art 109(1) LCSA ; art 144 LSA.

[1910] Art 2 et 106(3) LCSA.

[1911] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 au para 1168.

[1912] Art 110 LSA ; Québec, Ministère des Finances, *Explications et commentaires aux parlementaires sur le projet de loi sur les sociétés par actions*, par Raymond Bachand, vol 1 Article 1 à 275 (2009), en ligne : <www.finances.gouv.qc.ca/documents/Autres/fr/AUTFR_docreference_2009-12-01_vol-1.pdf> à la p 269 ; Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 au para 1169.

[1913] Stephen J. Choi, Jill E. Fisch, Marcel Kahan et Edward B. Rock, « Does Majority Voting Improve Board Accountability? » (2016) 83 *The University of Chicago Law Review* 1119 à la p 1127 ; Lisa M. Fairfax, « Mandating Board-Shareholder Engagement » (2013) 3 *University of Illinois Law Review* 821 à la p 826 ; Lucian A. Bebchuk, « The Myth of the Shareholder Franchise » (2007) 93 *Virginia Law Review* 675 à la p 702.

[1914] Précisons qu'au 1er mai 2018, le projet de loi a reçu la sanction royale. Néanmoins, nous conservons dans notre thèse la dénomination « projet de loi C-25 » sans que cela ne porte atteinte à la substance des dispositions que nous détaillons ci-après. Canada PL C-25, *Loi modifiant la Loi canadienne sur les sociétés par actions, la Loi canadienne sur les coopératives, la Loi canadienne sur les organisations à but non lucratif et la Loi sur la concurrence*, 1re sess, 42e lég, 2016, (première lecture le 28 septembre 2016), en ligne : <www.parl.ca/DocumentViewer/fr/42-1/projet-loi/C-25/premiere-lecture>.

envisage de modifier la législation canadienne sur les sociétés par actions autour de trois axes : la réforme du processus d'élections des administrateurs avec l'introduction du vote majoritaire, une meilleure communication entre la société et les actionnaires, et la divulgation d'information relative à la diversité au sein des administrateurs et dirigeants. Le projet envisage ainsi de remplacer l'article 106(3) LCSA par la disposition suivante :

> Si, lors de l'assemblée d'une société ayant fait appel au public — sauf dans le cas des catégories de sociétés ayant fait appel au public visées par règlement — où des administrateurs doivent être élus, il n'y a qu'un seul candidat par poste d'administrateur à combler, le candidat est élu seulement si le nombre de voix en sa faveur représente la majorité des voix exprimées en sa faveur et contre lui par les actionnaires, présents ou représentés par des fondés de pouvoir, au cours de ce scrutin, à moins que les statuts n'exigent un nombre plus élevé de voix[1915].

Il convient de souligner que depuis le 30 juin 2014 l'exigence d'un vote majoritaire pour l'élection des administrateurs figure dans le *Guide à l'intention des sociétés de la TSX*[1916]. Le Guide précise à son article 461.3 que « [c]haque administrateur d'un émetteur inscrit doit être élu à la majorité (50 pour cent plus un) des voix exprimées sur son élection, sauf lors d'une élection avec opposition (l'« obligation relative à l'élection à la majorité »)[1917]. Dans l'*Avis du personnel 2017-0001*[1918] publié le 9 mars 2017, la Bourse de Toronto rappelle que l'introduction du vote majoritaire vise à améliorer les standards de gouvernance afin de permettre à chaque actionnaire de tenir chaque administrateur responsable individuellement. Effectivement, comme a pu le rappeler dès 2006 la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance :

> Le système d'élection des administrateurs à la pluralité des suffrages ne sert pas au mieux les intérêts des actionnaires, car il ne leur donne pas la possibilité de voter contre

---

[1915] Canada PL C-25, *Loi modifiant la Loi canadienne sur les sociétés par actions, la Loi canadienne sur les coopératives, la Loi canadienne sur les organisations à but non lucratif et la Loi sur la concurrence*, 1re sess, 42e lég, 2016, art 106(3.4), (première lecture le 28 septembre 2016), en ligne : <www.parl.ca/DocumentViewer/fr/42-1/projet-loi/C-25/premiere-lecture>.

[1916] Bourse de Toronto, *Guide à l'intention des sociétés de la TSX*, 2016, Art 461.3 Obligation relative à l'élection à la majorité, en ligne : <tmx.complinet.com/fr/tsx_manual.html>.

[1917] Art 461.3 Obligation relative à l'élection à la majorité, *Guide à l'intention des sociétés de la TSX*, en ligne : <tmx.complinet.com/fr/display/display_main.html?rbid=2077&element_id=1281> (selon le guide, est considéré comme une élection avec opposition « une élection à laquelle le nombre de candidats aux postes d'administrateur est supérieur au nombre de sièges à pourvoir au conseil ».)

[1918] Bourse de Toronto, *Avis du personnel 2017-0001* (9 mars 2017), en ligne : <tmx.complinet.com/fr/display/display.html?rbid=2072&element_id=1082>.

> un administrateur au rendement insatisfaisant et fait en sorte qu'un conseil d'administration bien enraciné peut rester aux commandes d'une société même si une majorité des propriétaires de celle-ci leur sont opposés. La seule avenue qui s'offre aux actionnaires résolus à faire entendre leur opposition à un ou plusieurs administrateurs est de s'engager dans une coûteuse course aux procurations publique[1919].

Ainsi, le système de vote à la pluralité des suffrages prive les actionnaires d'une influence significative dans l'élection des administrateurs[1920]. Ce système jumelé aux coûts d'une bataille de procurations a contribué à amoindrir le pouvoir des actionnaires de contester la gestion de la société[1921]. À juste titre, le professeur Henry G. Manne déclarait à propos des batailles de procurations qu'elles étaient : « the most expensive, the most uncertain, and the least used of the various techniques [for acquiring corporate control] »[1922]. Dans la mesure où les actionnaires n'ont pas les mêmes facilités d'accès au matériel de procuration et de trésorerie que le conseil d'administration, ils se trouvent souvent dans l'impossibilité de proposer des candidats aux postes d'administrateurs. En effet, en vertu du droit applicable, les actionnaires doivent détenir au moins 5 % des actions en vertu de la loi fédérale et 10 % selon la loi québécoise pour convoquer une assemblée et proposer des candidatures pour les postes d'administrateurs[1923]. Par conséquent, nous pensons qu'un meilleur accès des actionnaires au processus de nomination des administrateurs, conjointement avec le vote majoritaire, contribuerait à un renforcement considérable de la prérogative actionnariale dans la gestion de la société par actions. En outre, selon les résultats d'une étude empirique de 2012, l'implantation du vote majoritaire est corrélée positivement à l'indépendance des administrateurs[1924].

Le droit de vote des actionnaires peut également être affecté par la pratique du

---

[1919] Coalition canadienne pour une bonne gouvernance, *Élections des administrateurs à la majorité* (mars 2011), en ligne : <www.ccgg.ca/site/ccgg/assets/pdf/majvotingpolicyf.pdf>.

[1920] Vincent Falcone, « Majority Voting in Director Elections: A Simple, Direct, and Swift Solution? » (2007) 3 *Columbia Business Law Review* 844 à la p 848.

[1921] Martin Lipton et Steven A. Rosenblum, « Election Contests in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come » (2003) 59 *Business Lawyer* 67 à la p 82.

[1922] Henry G. Manne, « Mergers and the Market for Corporate Control » (1965) 73 *The Journal of Political Economy* 110 à la p 114.

[1923] Art 143(1) LCSA ; art 208 LSA.

[1924] Sophie Langlois, *Majority Voting in Canada 2006-2011* (avril 2012), en ligne : Clarkson Centre for Business Ethics and Board Effectiveness <www.rotman.utoronto.ca/-/media/Files/Programs-and-Areas/Institutes/Clarkson/Dir-Accountability-Series---Majority-Voting-2006-2011-Sophie-CCBE-April-2012.pdf> à la p 2.

renouvellement par tranches du conseil d'administration. Selon l'article 106(4) LCSA et l'article 110 al 2 LSA, les mandats des administrateurs n'ont pas à avoir la même durée. Cette possibilité offerte par la loi permet la mise en place d'un conseil d'administration dont le renouvellement se fait par tranches, généralement trois, chacune se présentant successivement à sa réélection. Ainsi, puisque les opposants doivent remporter deux cycles de vote pour renverser la majorité, les administrateurs en poste bénéficient d'une certaine protection à l'égard d'une révocation anticipée[1925]. Toutefois, une telle structure du conseil permet aussi de protéger les administrateurs des marchés et d'actionnaires mal informés. De plus, le renouvellement par tranches permet d'assurer la stabilité de la structure de gouvernance de la société et de maintenir la mémoire institutionnelle pour le fonctionnement opérationnel et stratégique du conseil[1926]. De surcroît, l'échelonnement des mandats des administrateurs contribuerait à renforcer le pouvoir de négociation du conseil lors d'une opération de prise de contrôle[1927]. Cependant, notons que si la pratique des « staggered boards » a connu un certain succès aux États-Unis elle n'a jamais particulièrement affecté les sociétés par actions canadiennes. D'ailleurs, au Canada comme au Québec, il est toujours possible pour les actionnaires, réunis en assemblée, de destituer un administrateur en cours de mandat[1928].

À l'inverse, la mise en place d'un conseil avec renouvellements successifs présente plusieurs dangers. Tout d'abord, l'adoption d'une telle structure d'administration peut s'apparenter à une stratégie d'enracinement des administrateurs et faire craindre l'adoption de mesures opportunistes[1929]. Ensuite, cette structure amoindrit le potentiel disciplinaire et créateur de richesses du marché des prises de contrôle. En effet, un conseil dont les administrateurs sont enracinés risque de dissuader des offres qui peuvent s'avérer être une source de création de

---

[1925] K. J. Martijn Cremers et Simone M. Sepe, « The Shareholder Value of Empowered Boards » (2016) 68 *Stanford Law Review* 67 à la p 70.

[1926] Richard H. Koppes, Lyle G. Ganske et Charles T. Haag, « Corporate Governance out of Focus: The Debate over Classified Boards » (1999) 54 *Business Lawyer* 1023 aux pp 1051–1052.

[1927] Martin Lipton, « Pills, Polls, and Professors Redux » (2002) 69 *University of Chicago Law Review* 1037 aux pp 1057–1059 ; K. J. Martijn Cremers et Simone M. Sepe, « The Shareholder Value of Empowered Boards » (2016) 68 *Stanford Law Review* 67 à la p 70.

[1928] Art 142 LSA ; art 109 LCSA.

[1929] Lucian Arye Bebchuk, John C. Coates et Guhan Subramanian, « The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy » (2002) 54 *Stanford Law Review* 887 aux pp 891–892.

valeur pour les actionnaires[1930]. On peut donc penser les bénéfices qui résultent du renouvellement du conseil d'administration par tranches ne l'emportent pas sur le coût de l'aléa moral associé à l'enracinement des administrateurs. Des recherches ont démontré que l'adoption de ce type de conseil reflète et génère une valeur inférieure pour la société[1931]. La réalité témoigne également d'une pratique marginale et rare[1932]. À propos des avantages potentiels que peut revêtir une telle structure, le professeur Lucian A. Bebchuk a écrit :

> While insulation advocates have used strong rhetoric in expressing their concerns, they have failed to provide an adequate basis for their claims. These claims rely on critical and unsubstantiated premises, over-look significant long-term costs of board insulation, and are not backed by empirical evidence. Indeed, an analysis of the long-term effects of board insulation, informed by the relevant theoretical and empirical literature, does not support such insulation; instead, it indicates that the overall effect of insulation at current or higher levels is negative rather than positive [soulignement ajouté][1933].

Bien que la majeure partie des études menées associe à la présence d'un conseil d'administration renouvelable une protection des administrateurs contre leur mauvaise gestion[1934], d'autres études ne sont pas aussi catégoriques, voire contradictoires, au regard des implications, des données récoltées et de la méthodologie utilisée[1935]. Bien que le problème des

---

[1930] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, « The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer » (1981) 84 *Harvard Law Review* 1161 aux pp 1180–1181 ; Sanford J. Grossman et Oliver D. Hart, « Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation » (1980) 11 *The Bell Journal of Economics* 42 aux pp 42–43.

[1931] Lucian A. Bebchuk et Alma Cohen, « The Costs of Entrenched Boards » (2005) 78 *Journal of Financial Economics* 409 aux pp 411, 422.

[1932] Leo E. Jr Strine, « Can We Do Better by Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law » (2014) 114 *Columbia Law Review* 449 à la p 497.

[1933] Lucian A. Bebchuk, « The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value » (2013) 113 *Columbia Law Review* 1637 aux pp 1651–1653.

[1934] Lucian Bebchuk, Alma Cohen et Allen Ferrell, « What Matters in Corporate Governance? » (2009) 22 *The Review of Financial Studies* 783 aux pp 784, 791 ; Jay C. Hartzell, Eli Ofek et David Yermack, « What's in It for Me? CEOs Whose Firms Are Acquired » (2004) 17 *The Review of Financial Studies* 37 (sur l'extraction de bénéfices privés par les dirigeants lors d'une operation de fusion-acquisition) ; Julie Wulf, « Do CEO's in Mergers Trade Power for Premium? Evidence from "Mergers of Equals" » (2004) 20 *Journal of Law, Economics, and Organization* 60 (sur l'extraction de bénéfices privés au détriment des actionnaires lors de la négociation d'une fusion-acquisition).

[1935] Thomas W. Bates, David A. Becher et Michael L. Lemmon, « Board Classification and Managerial Entrenchment: Evidence from the Market for Corporate Control » (2008) 87 *Journal of Financial Economics* 656 aux pp 675–676 (les auteurs observent notamment que « targets with classified boards are ultimately acquired at an equivalent rate as targets with a single class of directors, all else equal » p 675). Sur les données empiriques et les méthodes employées pour justifier le rejet du conseil d'administration renouvelable par tranches K. J. Martijn

conseils d'administration renouvelables par tranches ne se soit pas posé avec autant d'acuité au Canada qu'aux États-Unis, force est de constater que le rejet de cette pratique résulte de l'activisme actionnarial[1936]. À ce sujet, le *projet de loi C-25* prévoit l'élection annuelle des administrateurs ce qui interdirait la pratique des conseils d'administration renouvelables par tranches. En effet, le nouvel article 106(3) se présenterait comme suit :

> Les actionnaires d'une société ayant fait appel au public doivent, à leur première assemblée et, s'il y a lieu, à toute assemblée annuelle subséquente, élire, par résolution ordinaire, les administrateurs dont le mandat expirera au plus tard à la clôture de l'assemblée annuelle suivante [soulignement ajouté][1937].

À noter que la mise en place de l'élection annuelle des administrateurs à la majorité des voix fait partie depuis 2014 des exigences du *Guide à l'intention des sociétés de la TSX*[1938] et des recommandations de l'agence de conseil en vote ISS dans leur *Proxy Voting Guidelines for TSX-Listed Companies* pour l'année 2017[1939]. Le projet prévoit toutefois que le conseil d'administration sera habilité à pourvoir les postes d'administrateurs pour satisfaire à l'exigence de résidence canadienne et à l'exigence que deux administrateurs au moins ne soient ni dirigeants ni employés de la société.

Le projet de réforme de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* intègre donc une série de pratiques en matière de vote qui sont sollicitées par les investisseurs institutionnels et par les nombreux organismes voués à la gouvernance d'entreprise. Ainsi, il nous semble que la balance du pouvoir semble désormais prendre le contrepied de la revendication émise par le professeur Stephen Bainbridge selon laquelle : « [the] preservation of managerial discretion

---

Cremers et Simone M. Sepe, « The Shareholder Value of Empowered Boards » (2016) 68 *Stanford Law Review* 67 aux pp 88–93.

[1936] Re-Jin Guo, Timothy A. Kruse et Tom Nohel, « Undoing the Powerful Anti-Takeover Force of Staggered Boards » (2008) 14 *Journal of Corporate Finance* 274 à la p 282 ; Michael Klausner, « Fact and Fiction in Corporate Law and Governance » (2013) 65 *Stanford Law Review* 1325 à la p 1360.

[1937] Canada PL C-25, *Loi modifiant la Loi canadienne sur les sociétés par actions, la Loi canadienne sur les coopératives, la Loi canadienne sur les organisations à but non lucratif et la Loi sur la concurrence*, 1re sess, 42e lég, 2016, (première lecture le 28 septembre 2016), en ligne : <www.parl.ca/DocumentViewer/fr/42-1/projet-loi/C-25/premiere-lecture>.

[1938] Bourse de Toronto, *Guide à l'intention des sociétés de la TSX*, Art 461.1, en ligne : <tmx.complinet.com/fr/tsx_manual.html>.

[1939] Institutional Shareholder Services, *2017 Canada Proxy Voting Guidelines for TSX-Listed Companies* (12 janvier 2017), en ligne : <https://www.issgovernance.com/file/policy/2017-canada-tsx-voting-guidelines.pdf>.

should always be the default presumption »[1940].

Paragraphe 2. — Le mécanisme de la sollicitation des procurations

Avec l'institutionnalisation de l'actionnariat et la concentration de la propriété qui en découle, les élections des administrateurs sont devenues un véritable enjeu de la gouvernance des sociétés par actions[1941]. Comme l'a rappelé la professeure Raymonde Crête dans son ouvrage *The Proxy Systems in Canadian Corporation — A Critical Analysis* :

> The proxy form represents, as do other proxy materials sent by management prior to a general meeting, a fundamental instrument of shareholder participation in the corporate decision-making process. Not only does it serve as an informative device similar to the notice of meeting and the information circular but it also enables shareholders to exercise their voting rights. Through the proxy form, shareholders may create an agency agreement or mandate by which they appoint a person, namely the proxyholder, to act on their behalf at the meeting. […] The completion of an adequate proxy form is, therefore, vital to effective shareholder participation since proxyholders will ultimately be required to act according to the authority defined in such a document [soulignement ajouté][1942].

Parfois, le mécanisme de sollicitation des procurations est utilisé pour contester la faible performance boursière d'un titre ainsi que la rémunération attribuée à certains dirigeants d'une société[1943]. À titre d'exemple, notons la tentative « ratée » d'un investisseur activiste Cation Capital de faire nommer des administrateurs dissidents au conseil d'administration de la société Crescent Point. Critiquant la faible performance boursière du titre ainsi que la rémunération excessive des dirigeants, Cation a proposé la nomination de quatre nouveaux candidats au conseil d'administration. Cependant, malgré l'échec de la liste dissidente aux élections au profit

---

[1940] Stephen M. Bainbridge, « The Case for Limited Shareholder Voting Rights » (2006) 53 *University of California Law Review* 601 à la p 628.

[1941] Andrew A. Schwartz, « Financing Corporate Elections » (2016) 41 *The Journal of Corporation Law* 863 à la p 867.

[1942] Raymonde Crête, *The Proxy System in Canadian Corporations — A Critical Analysis*, Montréal, Wilson & Lafleur, 1986 aux pp 165–166, 257 ; *Montreal Trust Co of Canada v Call-Net Enterprises Inc*, (2002) 57 OR (3e) 775 (On SC).

[1943] Néanmoins, de moins en moins de sociétés canadiennes font l'objet de batailles de procuration et lorsqu'elles le sont le taux de réussite des dissidents demeure faible : Fasken Martineau LLP, *2017 Canadian Proxy Contest Study* (2017), en ligne : <https://www.fasken.com/en/knowledgehub/2017/01/canadianproxycontststudy2017-20170125#iframe-section> à la p 2.

de celle proposée par la direction, le P.-D.G., Scott Saxberg a du quitté son poste[1944]. De plus, la résolution relative au vote sur la rémunération n'a quant à elle recueilli que 38,52 % des voix, obligeant ainsi la société à réviser sa politique de rémunération des dirigeants[1945]. Par conséquent, le mécanisme de sollicitation des procurations comme le vote consultatif permettent, d'une part, l'expression d'un mécontentement des actionnaires à l'égard de la rémunération de dirigeants et, d'autre part, de permettre que ce mécontentement produise ses effets.

L'accès au processus de sollicitation des procurations par les actionnaires ne fait toutefois pas l'unanimité. D'un côté, certains estiment qu'un accès plus facile au mécanisme des procurations présenterait des risques pour le fonctionnement de la société et de son conseil d'administration. Ainsi, risquerait-on de voir poindre la nomination aux postes d'administrateurs de candidats aux intérêts particuliers ; l'utilisation inefficiente des ressources de l'entreprise lors des élections ; le risque d'un conseil divisé et dysfonctionnel ; et le risque d'écarter les candidats les plus compétents[1946]. De l'autre, le régime des élections est entravé et ne lui permet pas de jouer pleinement sa fonction de « safety valve »[1947]. Les coûts et les difficultés pour s'engager dans une course aux procurations expliquent leur faible occurrence[1948].

Le débat autour du régime de sollicitation des procurations oppose deux conceptions de la gouvernance d'entreprise que nous avons précédemment exposées[1949]. D'un côté, la bonne

---

[1944] « 'Time for me to move on': Crescent Point Energy CEO steps down following proxy battle », *Calgary Herald* (29 mai 2018), en ligne : <https://calgaryherald.com/business/energy/time-for-me-to-move-on-crescent-point-energy-ceo-steps-down-following-proxy-battle>.

[1945] « Crescent Point Announces Annual General Meeting Voting Results », *Globenewswire* (4 mai 2018), en ligne : <https://globenewswire.com/news-release/2018/05/04/1497102/0/en/Crescent-Point-Announces-Annual-General-Meeting-Voting-Results.html>.

[1946] Martin Lipton et Steven A. Rosenblum, « Election Contests in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come » (2003) 59 *The Business Lawyer* 67 à la p 67. Pour une critique complète des arguments présentés par les auteurs Lucian A. Bebchuk, « The Case for Shareholder Access to the Ballot » (2003) 59 *The Business Lawyer* 43.

[1947] Lucian A. Bebchuk, « The Case for Shareholder Access to the Ballot » (2003) 59 *The Business Lawyer* 43 à la p 44.

[1948] Lucian A. Bebchuk, « The Case for Shareholder Access to the Ballot » (2003) 59 *The Business Lawyer* 43 à la p 45.

[1949] M. Todd Henderson, « Two Visions of Corporate Law » (2009) 77 *The George Washington Law Review* 708

intendance de la société relève du conseil d'administration, de l'autre, elle impose une implication directe des actionnaires au processus décisionnel de l'entreprise[1950]. Nous sommes d'avis que toute mesure qui permet la nomination d'administrateurs par les actionnaires est en adéquation avec le principe de primauté actionnariale et est une caractéristique essentielle à une bonne gouvernance[1951]. Par conséquent, une libéralisation du régime de sollicitation des procurations favorise l'activisme en facilitant l'action collective des actionnaires et des investisseurs[1952].

En l'absence de contestation de l'élection, les administrateurs en place sont quasiment garantis d'être réélus à leurs postes[1953]. Par ailleurs, les données disponibles sur le nombre de propositions soumises par les actionnaires occultent les situations où la seule menace d'une bataille de procurations permet aux dissidents d'obtenir des sièges au conseil d'administration[1954]. Ainsi, les administrateurs peuvent adopter une posture défensive et engager les fonds de la société pour empêcher une bataille de procurations et faire échec à la dissidence[1955]. Dans ces situations où les administrateurs s'assurent de l'absence de candidats dissidents, la prérogative actionnariale est fondamentalement altérée dans sa capacité à faire élire des administrateurs de leur choix, mais également dans l'utilisation de leur vote pour sanctionner une mauvaise performance. Dès lors, les administrateurs dont la performance leur

---

aux pp 722–727.

[1950] M. Todd Henderson, « Two Visions of Corporate Law » (2009) 77 *The George Washington Law Review* 708 aux pp 722–727 (pour l'auteur les deux visions opposent les experts au marché) ; Pierre Lortie, « The Nomination of Corporate Directors: The Case for Well Delineated Responsibilities » (2015) 49 *Revue juridique Thémis* 783 à la p 789.

[1951] Lucian A. Bebchuk, Alon Brav et Wei Jiang, « The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism » (2015) 115 *Columbia Law Review* 1085 à la p 1151.

[1952] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, « De la passivité a l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des corporations : le reflet de la diversité des facteurs d'influence » (1997) *Revue de droit de McGill* 863 aux pp 951–952.

[1953] Lee Harris, « The Politics of Shareholder Voting » (2011) 86 *New York University Law Review* 1761 à la p 1763 (note 5).

[1954] Andrew A. Schwartz, « Financing Corporate Elections » (2016) 41 *The Journal of Corporation Law* 863 à la p 874.

[1955] Harry DeAngelo et Linda DeAngelo, « Proxy Contests and the Governance of Publicly Held Corporations » (1989) 23 *Journal of Financial Economics* 29 à la p 42.

fait craindre une éviction seront plus prompts à négocier avec les dissidents[1956].

Conformément à l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale, les actionnaires votent pour les propositions et les candidats qui vont améliorer la valeur de l'entreprise[1957]. À l'inverse, ils tendent à voter contre les propositions qu'ils estiment nuire à la valeur de l'entreprise. L'agrégation des voix et l'exercice du vote tendent donc à garantir une gestion de la société dans l'intérêt des actionnaires[1958]. Malgré les problèmes d'action collective, la mauvaise performance des membres du conseil d'administration demeure une préoccupation centrale qui peut facilement permettre une mobilisation des actionnaires pour les destituer de leurs postes[1959].

En droit des sociétés, le droit de vote est présenté comme un mécanisme de surveillance et de contrôle de la gestion faite par la direction. Ce droit est donc la source du pouvoir des actionnaires qui leur permet d'influencer la direction de l'entreprise pour qu'elle agisse conformément à leurs intérêts[1960]. Toutefois, il semble que les dispositions du régime de sollicitation des procurations privilégient plutôt le volet de la divulgation que celui d'une participation directe des actionnaires au processus décisionnel. En effet, les règles en droit des sociétés et en droit des valeurs mobilières relatives au régime de sollicitation des procurations imposent une divulgation d'information détaillée, mais limitent l'ampleur de la prérogative actionnariale.

Bien que les législations fédérale et provinciale en droit des sociétés permettent aux actionnaires de présenter un candidat aux élections des administrateurs, il est généralement admis que les actionnaires font preuve d'apathie lors des élections. Les actionnaires se voient

---

[1956] Lee Harris, « Corporate Elections and Tactical Settlements » (2014) 39 *Journal of Corporation Law* 221 à la p 224.

[1957] Randall S. Thomas et James F. Cotter, « Shareholder Proposals in the New Millennium: Shareholder Support, Board Response, and Market Reaction » (2007) 13 *Journal of Corporate Finance* 368 à la p 376.

[1958] Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fischel, « Voting in Corporate Law » 26 *The Journal of Law and Economics* 395 à la p 403.

[1959] Daniel R. Fischel, « Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock » (1987) 54 *University of Chicago Law Review* 119 à la p 136 ; David Ikenberry et Josef Lakonishok, « Corporate Governance Through the Proxy Contest: Evidence and Implications » (1993) 66 *The Journal of Business* 405 à la p 406.

[1960] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 aux pp 535–536.

reconnaître la possibilité de proposer des candidatures à l'élection des administrateurs à la condition qu'ils détiennent au moins 5 % des actions[1961]. Les coûts et les contraintes matérielles attachés à l'exercice du vote et à la proposition de candidats contribuent à la passivité des actionnaires lors de la période des élections. Effectivement, les règles en matière de financement des campagnes permettent aux administrateurs en exercice d'engager les fonds de la société dans le cadre de leur sollicitation de procurations alors que les actionnaires qui souhaitent proposer leur propre liste d'administrateurs doivent se financer eux-mêmes.

Si nous traitons ici du mécanisme des procurations, il convient de souligner que les législations fédérales et provinciales permettent aux sociétés par actions de prévoir dans leurs statuts constitutifs des stipulations qui permettent d'accroître ou de limiter le pouvoir reconnu à certains actionnaires. D'un côté, les statuts constitutifs de la société peuvent prévoir le vote cumulatif qui accroît le pouvoir des actionnaires minoritaires en leur attribuant « un nombre de voix égal à celui dont sont assorties leurs actions, multiplié par le nombre d'administrateurs à élire, et peuvent porter leurs voix sur un ou plusieurs candidats »[1962]. D'un autre côté, les statuts peuvent également limiter le pouvoir des majoritaires en attachant à une catégorie d'actions un droit exclusif d'élire un administrateur[1963]. Ce droit exclusif permet ainsi d'établir un certain équilibre dans la représentation au sein du conseil d'administration différent de celui qui découlerait d'une représentation selon la proportion du capital social détenu[1964].

Compte tenu des entraves matérielles qui limitent la présence des actionnaires aux assemblées générales pour l'élection des administrateurs, le droit des sociétés met en place un mécanisme de représentation par procuration et la nomination d'un fondé de pouvoir. La possibilité offerte à l'actionnaire de se faire représenter aux assemblées donne naissance à la pratique de sollicitation des procurations par les dirigeants ou les actionnaires de la société[1965].

[1961] Art 137(4) LCSA ; art 198 LSA.

[1962] Art 111 LSA ; art 107 LCSA.

[1963] Art 109(2) LCSA ; art 124 al 2 LSA.

[1964] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 au para 1172.

[1965] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 à la p 517 ; art 147 LCSA ; art 1.1 du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*.

La sollicitation des procurations fait donc l'objet d'un encadrement spécifique. Aussi bien en vertu des dispositions fédérales que provinciales, tout actionnaire a la possibilité de nommer par procuration un fondé de pouvoir chargé de représenter ses intérêts[1966]. Toute société par actions faisant appel public à l'épargne comptant au moins cinquante actionnaires et tout émetteur assujetti à la *Loi sur les valeurs mobilières* est soumis au régime de la sollicitation des procurations [1967]. Comme le précisent les professeurs Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, « le régime s'adresse plus particulièrement aux sociétés de moyenne et de grande taille où les difficultés d'accès à l'information sont les plus susceptibles de compromettre le pouvoir des actionnaires à exercer leur droit de vote librement »[1968]. Il appartient à la direction de la société de communiquer à chaque actionnaire une circulaire et un formulaire de procuration[1969] qui doivent leur permettre de désigner leur fondé de pouvoir ainsi que la manière dont doit être exercé leur droit de vote[1970].

Afin d'assurer l'exercice effectif du droit de vote, a fortiori par le biais du mécanisme de la procuration, la législation impose des obligations strictes quant à l'information qui doit être divulguée aux actionnaires[1971]. La circulaire de sollicitation de procuration doit être conforme aux exigences de l'*Annexe 51-102A5* du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*[1972]. La circulaire de sollicitation de procuration doit contenir entre autres informations : la date de la circulaire, le droit de révocation pour les actionnaires, les personnes qui sollicitent la procuration, les instructions relatives aux procurations, les principaux porteurs, les informations concernant les candidats aux postes d'administrateurs, la rémunération de

---

[1966] Art 148 LCSA ; arts 170 à 173 LSA.

[1967] Art 68 LVM (sur la définition de l'émetteur assujetti) ; art 149(2) et art 2 LCSA ; *Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral*, DORS/2001-512, art 2.

[1968] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 au para 1130.

[1969] Art 9.3 et 9.4 du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* ; art 149(1)(2) et art 150(1) LCSA ; art 196 et 197 LSA ; *Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral*, DORS/2001-512, arts 55–60.

[1970] Art 173 al 1 LSA ; art 152 LCSA.

[1971] Art 73 LVM ; arts 149–151 LCSA ; art 9.1 du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* ; *Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral*, DORS/2001-512, arts 55–60.

[1972] Art 1.1 du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*.

certains membres de la haute direction, etc[1973]. Des exigences identiques pèsent sur les actionnaires qui sollicitent des procurations en vue d'une assemblée à moins qu'ils sollicitent moins de quinze actionnaires[1974]. Cependant, ces exigences représentent un coût considérable lorsque la sollicitation de procurations n'émane pas de la direction de la société[1975].

Le débat autour de l'accès au mécanisme de sollicitation des procurations s'inscrit dans celui plus large relatif à l'étendue du pouvoir des actionnaires[1976]. La présence d'investisseurs institutionnels moins réticents à exercer leurs droits de vote a contribué à faire du sort des élections un enjeu majeur où l'étendue et les limites du pouvoir de nomination des administrateurs cristallisent une lutte de pouvoir[1977]. Malgré les modalités du vote majoritaire pour les élections, le processus demeure largement entre les mains des administrateurs en place. Afin d'améliorer le processus électif, la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance milite depuis 2015 pour une réforme du mécanisme de sollicitation des procurations[1978]. Dans sa dernière version de la politique d'accès aux procurations, publiée en novembre 2017[1979], la CCGG avance une série de propositions au titre desquelles :

- une modification du seuil de détention d'actions pour la proposition de candidats par les actionnaires : le seuil serait de 3 % des actions en circulation et qui donnent droit de vote ;
- un plafonnement du nombre de candidats élus par les actionnaires : ils ne pourraient élire

---

[1973] *Annexe 51-102A5* du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*.

[1974] Art 150(1.1) LCSA ; art 9.2(2) du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*.

[1975] Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, « De la passivité a l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des corporations : le reflet de la diversité des facteurs d'influence » (1997) *Revue de droit de McGill* 863 aux pp 945–952 ; Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011 au para 1136.

[1976] Bernard S. Sharfman, « What's Wrong with Shareholder Empowerment? » (2012) 37 *Journal of Corporation Law* 903 à la p 903.

[1977] Lawrence A. Hamermesh, « Director Nominations » (2014) 39 *Delaware Journal of Corporate Law* 117 à la p 117.

[1978] Coalition canadienne pour une bonne gouvernance, *Shareholder Involvement in the Director Nomination Process: Enhanced Engagement and Proxy Access* (mai 2015) en ligne : <www.ccgg.ca/site/ccgg/assets/pdf/proxy_access_finalv.35.docx_630.pdf>.

[1979] Coalition canadienne pour une bonne gouvernance, *Politique d'accès aux procurations* (novembre 2017) en ligne : <https://www.ccgg.ca/site/ccgg/assets/pdf/nov._30_2017__revwd._and_revised__proxy_access_final_french.pdf>.

plus de deux administrateurs ou 20 % de l'ensemble des administrateurs ;

- une exigence relative à une durée de détention minimale des titres de la société : le seuil de 3 % des actions devrait au minima avoir été détenu 3 années ;
- la détention du seuil minimal au moins jusqu'à l'assemblée où les candidatures sont soumises au vote ;
- une attestation des actionnaires qui proposent des candidats qu'ils n'agissent pas en vue de réaliser une prise de contrôle ;
- une présentation équitable et uniforme des candidats proposés par les actionnaires et ceux de la société ;
- l'opportunité pour les actionnaires proposants d'utiliser la circulaire de procuration de la société[1980] ;
- la politique d'accès aux procurations devrait faire l'objet d'un règlement particulier plutôt qu'une politique édictée par le conseil d'administration[1981].

La version révisée de la politique d'accès aux procurations de la CCGG a tenu compte des critiques dont la version proposée en 2015 avait fait l'objet. Certains avaient souligné que ces anciennes propositions faisaient peser un risque considérable sur bon nombre de sociétés canadiennes[1982]. En effet, l'assouplissement du mécanisme de sollicitation des procurations qui y était proposé était jugé préjudiciable aux sociétés canadiennes de petites et moyennes tailles puisque ce sont sur ces dernières que se porte principalement l'activisme institutionnel[1983]. En 2016 au Canada, 72 % des courses aux procurations ont été dirigées à l'encontre de sociétés ayant une capitalisation boursière inférieure à 50 millions de dollars[1984]. Par conséquent, le délai

---

[1980] Concernant ce point, la CCGG rappelle que la législation sur les valeurs mobilières impose de recourrir à une procuration dissidente. Cette recommandation implique donc une réforme du droit applicable.

[1981] Coalition canadienne pour une bonne gouvernance, *Politique d'accès aux procurations* (novembre 2017) en ligne : <https://www.ccgg.ca/site/ccgg/assets/pdf/nov._30_2017__revwd._and_revised__proxy_access_final_french.pdf> aux pp 1–2.

[1982] Pierre Lortie, « The Nomination of Corporate Directors: The Case for Well Delineated Responsibilities » (2015) 49 *Revue juridique Thémis* 783 aux pp 808 et s

[1983] Yvan Allaire et François Dauphin, « The Game of 'Activist' Hedge Funds: Cui bono? » (2016) 13 *International Journal of Disclosure and Governance* 279 aux pp 285–286.

[1984] Aaron Atkinson et Brad Freelan, *Étude sur les courses aux procurations au Canada*, 2017, en ligne : Fasken Martineau <https://response.fasken.com/offers/Fasken-Martineau-2017-Canadian-Proxy-Contest-Study-Update-FR.pdf> à la p 3.

de détention minimale des titres qui était jugé préférable, mais qui ne figurait pas dans sa politique de 2015 y figure désormais dans la version révisée[1985]. Nous pensons que certaines des propositions avancées revêtent un intérêt indéniable pour une participation active des actionnaires à la gouvernance des entreprises, notamment celle qui préconise d'offrir la possibilité aux actionnaires proposants d'utiliser la circulaire de procuration de la société et d'éviter ainsi de faire supporter les coûts d'une circulaire dissidente aux actionnaires. En ce sens, faciliter l'accès au processus de procuration contribue indéniablement à renforcer le pouvoir des actionnaires pour contester la rémunération. On soulignera également que le *Projet de loi C-25*, qui envisage la réforme de la LCSA, n'envisage pas de modification du régime de sollicitation des procurations en droit des sociétés par actions canadien.

Paragraphe 3. — Le vote sur la rémunération

La réglementation canadienne en valeurs mobilières impose, comme aux États-Unis et au Royaume-Uni, une divulgation des composantes et des montants des régimes de rémunération des dirigeants de sociétés par actions. Cette divulgation obligatoire s'inscrit dans la politique plus large des autorités réglementaires d'offrir une plus grande place à l'actionnaire dans le processus décisionnel en matière de rémunération[1986]. Dès lors, l'implication actionnariale sur des questions de gouvernance, et notamment celles relatives à la rémunération, est avancée à la fois comme une incitation et comme une garantie d'une gestion de la société à long terme dans l'intérêt des actionnaires[1987]. Le vote des actionnaires sur la rémunération des membres de la direction est donc un mécanisme à la disposition des actionnaires qui leur permet de contester un régime qu'ils jugent excessif ou déconnecté de leurs préférences[1988]. La divulgation d'information et la transparence conditionnent l'effectivité du mécanisme afin de

---

[1985] Pierre Lortie, « The Nomination of Corporate Directors: The Case for Well Delineated Responsibilities » (2015) 49 *Revue juridique Thémis* 783 aux pp 810–813.

[1986] Stéphane Rousseau, « Le Say on Pay : l'expérience nord-américaine » (2014) 2 *Revue trimestrielle de droit commercial* 461.

[1987] Lucian A. Bebchuk et Holger Spamann, « Regulating Bankers' Pay » (2010) 98 *Georgetown Law Journal* 247 aux pp 262–263.

[1988] Jeffrey N. Gordon, « Say on Pay: Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-in » (2009) 46 *Harvard Journal on Legislation* 323 à la p 366.

favoriser l'implication des actionnaires pour améliorer la gouvernance de l'entreprise[1989].

Au-delà de la concrétisation des dispositions réglementaires relatives à la divulgation et à la transparence en matière de rémunération que le mécanisme du vote consultatif opère, il offre un forum à l'expression d'une norme sociale. En effet, nous soutenons ici l'idée qu'il y a un seuil relatif à l'approbation ou l'échec qui se reflète dans le taux recueilli par une résolution actionnariale qui a trait à la rémunération des membres de la haute direction d'une société par actions. Ainsi, il peut être observé en pratique que dans les sociétés où de telles résolutions soumises au vote obtiennent un taux de soutien inférieur à 80 % des voix[1990], la direction de la société tend à opérer des changements dans sa politique de rémunération. En lien avec nos propos sur la normativité sociale et les normes de conduites exemplaires[1991], ce seuil illustre, d'une part, le seuil d'acceptabilité d'un régime de rémunération et des modalités qui l'entourent (d'un point de vue processuel aussi bien que structurel notamment quant aux composantes utilisées) et, d'autre part, un désaveu des comportements des administrateurs responsables de l'adoption d'un tel régime (au regard de l'impact d'un vote défavorable sur la rémunération sur la reconduite des administrateurs à leurs postes aux prochaines élections). Par conséquent, si un taux d'appui inférieur à 50 % des actionnaires représente un échec par le rejet de la consultation, un taux supérieur ne saurait signifier pour autant un blanc-seing accordé à la direction par les actionnaires.

Les partisans d'un vote des actionnaires sur la rémunération considèrent qu'il améliore la surveillance des membres de la direction et réduit les coûts d'agence issus de la séparation de la propriété et du contrôle[1992]. De même, ils estiment que les investisseurs institutionnels,

---

[1989] Martin Conyon et Graham Sadler, « Shareholder Voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on pay in the UK » (2010) 18 *Corporate Governance: An International Review* 296 à la p 296 ; Konstantinos Stathopoulos et Georgios Voulgaris, « The Importance of Shareholder Activism: The Case of Say-on-Pay » (2016) 24 *Corporate Governance: An International Review* 359 à la p 359.

[1990] Le seuil de 80 % des voix est considéré comme le seuil au-dessus duquel l'adéquation entre la rémunération de la haute direction et le rendement de la société est jugée bonne : « Développements en matière de gouvernance de la rémunération des cadres supérieurs en 2017 » (4 décembre 2017), en ligne : Willis Towers Watson <https://www.towerswatson.com/fr-CA/Insights/Newsletters/Americas/canadian-client-advisory/2017/executive-compensation-governance-developments-2017>.

[1991] Voir *supra* chapitre 3, section 2 et chapitre 5, section 2.

[1992] Randall S. Thomas, Alan R. Palmiter et James F. Cotter, « Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance? » (2012) 97 *Cornell Law Review* 1213 à la p 1232.

appuyés de conseillers en vote indépendants, pourront surmonter les problèmes d'action collective, être mieux informés sur le rendement de la société et mieux évaluer les régimes de rémunération présentés par le conseil d'administration[1993]. Parallèlement, les conseils d'administration communiqueront mieux avec leurs actionnaires, élaboreront des contrats de rémunération plus étroitement liés à la performance de la société, et seront plus vigilants sur l'octroi des éléments de la rémunération variable[1994]. Inversement, les détracteurs à la mise en place d'une telle procédure considèrent que l'ensemble de ces avantages est surévalué, voire infondé[1995]. Si selon ses défenseurs le « say-on-pay » promeut la transparence et une surveillance efficace de la direction, ses détracteurs rappellent qu'il peut être dans l'intérêt de l'actionnaire de contrôle d'appuyer un régime excessif de rémunération afin qu'en contrepartie ses intérêts prévalent sur ceux des autres actionnaires[1996]. De même, le conseil d'administration peut aménager sa communication, voire biaiser les informations qu'il transmet, afin d'assurer un soutien majoritaire à sa politique de rémunération[1997]. Pour d'autres, le fait que la consultation des actionnaires intervienne à la fin du processus d'élaboration du régime de rémunération contribue à masquer le message que le vote véhicule. En cas de vote négatif, il est difficile de déterminer si la contestation vise la décision du conseil d'administration ou la performance du dirigeant créant ainsi un « bundling effect »[1998].

Avant d'explorer plus en détail les effets du vote des actionnaires sur la rémunération, plusieurs remarques générales peuvent être formulées. Tout d'abord, dans les sociétés où un tel vote est mis en place, les actionnaires se prononcent sur les niveaux de rémunération, sur les

---

[1993] Randall S. Thomas et Christoph Van der Elst, « Say on Pay around the World » (2015) 92 *Washington University Law Review* 653 à la p 656.

[1994] Randall S. Thomas, Alan R. Palmiter et James F. Cotter, « Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance? » (2012) 97 *Cornell Law Review* 1213 aux pp 1231–1233.

[1995] Stephen M. Bainbridge, « Is 'Say on Pay' Justified? Empirical Evidence Indicates Executives do not have Outsized Control over their Compensation » (2009) 32 *Regulation* 42.

[1996] Claudine Mangen et Michel Magnan, « "Say on pay": A Wolf in Sheep's Clothing? » (2012) 26 *Academy of Management Perspectives* 86 aux pp 87, 93.

[1997] Claudine Mangen et Michel Magnan, « "Say on pay": A Wolf in Sheep's Clothing? » (2012) 26 *Academy of Management Perspectives* 86 aux pp 97–98.

[1998] Andrew C. W. Lund, « Say on Pay's Bundling Problems » (2011) 99 *Kentucky Law Journal* 119 à la p 122 ; Minor Myers, « The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation » (2011) 48 *Delaware Journal of Corporate Law* 417 à la p 449.

éléments qui la composent et sur les politiques de rémunération. Ensuite, les sociétés de conseils en vote jouent un rôle considérable dans l'information des actionnaires et pèsent sur l'issue des votes[1999]. Puis, les effets du vote sont particulièrement significatifs dans les sociétés dont la performance est mauvaise, mais dont les rémunérations sont relativement élevées[2000]. À la suite d'un vote négatif, la société tend à renforcer sa communication auprès de ses investisseurs afin de fournir une meilleure compréhension de la politique de rémunération en place. Pour terminer, il semble que les effets du vote se fassent ressentir avant tout sur le long terme, les effets à court terme sont quant à eux mitigés selon les études retenues.

Les études empiriques menées au Royaume-Uni ne démontrent pas des changements significatifs dans la hausse des niveaux de rémunération[2001]. Par contre, les résultats démontrent une modération du niveau de la rémunération du dirigeant dans les entreprises qui ont une mauvaise performance[2002]. Par ailleurs, la contestation actionnariale est plus forte pour les rémunérations dont les niveaux sont élevés et dont certaines composantes requièrent un certain degré de sophistication financière[2003]. L'introduction du vote sur la rémunération aux États-Unis a eu un impact similaire à celui observé au Royaume-Uni. D'une part, le marché a réagi positivement à l'entrée en vigueur de la réglementation suggérant ainsi qu'elle pouvait aider à réduire la rémunération des dirigeants trop payés et, d'autre part, que l'impact le plus significatif était observé sur les rémunérations des dirigeants de sociétés dont la performance était la plus faible[2004].

Des caractéristiques relatives à la société et à son actionnariat agissent sur la portée du

---

[1999] James F. Cotter, Alan R. Palmiter et Randall S. Thomas, « The First Year of Say-on-Pay under Dodd-Frank: An Empirical Analysis and Look Forward » (2013) 81 *George Washington Law Review* 967 à la p 969.

[2000] Ricardo Correa et Ugur Lel, « Say On Pay Laws, Executive Compensation, Pay Slice, and Firm Valuation around the World » (2016) 122 *Journal of Financial Economics* 500 à la p 510.

[2001] Fabrizio Ferri et David A. Maber, « Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK » (2013) 17 *Review of Finance* 527 à la p 554.

[2002] Fabrizio Ferri et David A. Maber, « Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK » (2013) 17 *Review of Finance* 527 à la p 555.

[2003] Walid Alissa, « Boards' Response to Shareholders' Dissatisfaction: The Case of Shareholders' Say on Pay in the UK » (2015) 24 *European Accounting Review* 727 à la p 728.

[2004] Jie Cai et Ralph A. Walkling, « Shareholders' Say on Pay: Does It Create Value? » (2011) 46 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 299 aux pp 314–315.

mécanisme du vote sur la rémunération. Premièrement, il semble que la taille de l'entreprise soit un élément déterminant dans le nombre de propositions d'actionnaires relatives au vote de la rémunération. Ainsi, à niveaux de performance et de rémunération équivalents, les sociétés de grande taille sont plus ciblées par des propositions d'actionnaires que les sociétés de taille moindre[2005]. Deuxièmement, l'hétérogénéité des préférences actionnariales influe également sur le vote des actionnaires. En effet, les actionnaires vont supporter les coûts de la surveillance seulement si les bénéfices qu'ils en retirent y sont supérieurs[2006]. Puisqu'il est reconnu que les bénéfices de la surveillance tendent à se matérialiser sur le long terme, seuls les actionnaires qui s'inscrivent dans cet horizon temporel en supporteront les coûts[2007]. Lorsque les actionnaires s'inscrivent dans une dynamique d'investissement à court terme, ils n'émettront un vote contestataire sur la rémunération que lorsqu'elle leur paraîtra excessive, et ce à la condition que ses composantes soient facilement identifiables[2008]. Autrement dit, ils sont réticents à supporter les coûts de la surveillance et sont majoritairement prompts à privilégier les retours sur investissements à court terme, notamment par l'extraction de bénéfices privés[2009]. Dès lors, à la présence d'investisseurs institutionnels est associée une meilleure surveillance de la direction ainsi qu'à la mise en place de régimes de rémunération mieux alignés avec les intérêts des actionnaires[2010]. L'hypothèse d'une meilleure surveillance *ex ante* par les investisseurs institutionnels offre une justification au fait que ces derniers votent généralement en faveur du

---

[2005] Jie Cai et Ralph A. Walkling, « Shareholders' Say on Pay: Does It Create Value? » (2011) 46 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 299 aux pp 329.

[2006] Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, « Large Shareholders and Corporate Control » (1986) 94 *Journal of Political Economy* 461 aux pp 461–462.

[2007] Joseph A. McCahery, Zacharias Sautner et Laura T. Starks, « Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors » (2016) 71 *Journal of Finance* 2905 aux pp 2906, 2914 ; Craig Doidge, Alexander Dyck, Hamed Mahmudi et Aazam Virani, « Can Institutional Investors Improve Corporate Governance Through Collective Action? » (21 septembre 2015), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=2635662> à la p 9 ; Xia Chen, Jarrad Harford et Kai Li, « Monitoring: Which Institutions Matter? » (2007) 86 *Journal of Financial Economics* 279 à la p 281.

[2008] Konstantinos Stathopoulos et Georgios Voulgaris, « The Impact of Investor Horizon on Say-on-Pay Voting » (2016) 27 *British Journal of Management* 796 à la p 797.

[2009] Brian J. Bushee et Theodore H. Goodman, « Which Institutional Investors Trade Based on Private Information About Earnings and Returns? » (2007) 45 *Journal of Accounting Research* 289 aux pp 297–298.

[2010] Konstantinos Stathopoulos et Georgios Voulgaris, « The Impact of Investor Horizon on Say-on-Pay Voting » (2016) 27 *British Journal of Management* 796 à la p 797.

régime de rémunération proposé lors de l'assemblée annuelle[2011].

Si la taille de la société et la structure de l'actionnariat sont des caractéristiques déterminantes de l'effectivité du mécanisme de vote, le rôle joué par les sociétés de conseil en vote et la direction de la société est également crucial à l'issue du vote. Dans ces conditions, on peut se poser la question de l'influence de ces intervenants et de leurs recommandations sur l'essor des bonnes pratiques de gouvernance et sur l'issue des votes[2012]. Conformément à nos propos précédents, bien que les recommandations émises influent sur l'issue du vote, il n'en demeure pas moins que le poids exercé par ces acteurs demeure relatif[2013].

Aux États-Unis, des chercheurs ont entrepris d'étudier l'influence des recommandations de la direction sur la fréquence du vote de la rémunération par les actionnaires[2014]. En effet, la consultation des actionnaires peut intervenir à une fréquence annuelle, biennale ou triennale. D'un côté, il est avancé qu'un vote annuel responsabilise les administrateurs et les dirigeants tout en offrant une plus grande transparence. De l'autre, la diminution de la fréquence des consultations permettrait de mieux orienter les régimes de rémunération sur un horizon de performance financière à long terme[2015]. Les auteurs constatent également que les recommandations de la direction sur la fréquence du vote influent sur le soutien apporté par les actionnaires. À titre d'exemple, lorsque la direction recommande l'adoption d'une consultation triennale, la proposition est soutenue par 25,9 % de vote supplémentaire que si la recommandation visait une consultation annuelle[2016]. Cependant, ce sont dans les sociétés qui tiennent des consultations triennales que les rémunérations sont supérieures à celles proposées

---

[2011] Konstantinos Stathopoulos et Georgios Voulgaris, « The Impact of Investor Horizon on Say-on-Pay Voting » (2016) 27 *British Journal of Management* 796 à la p 801.

[2012] Yonca Ertimur, Fabrizio Ferri et David Oesch, « Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay » (2013) 51 *Journal of Accounting Research* 951 à la p 952.

[2013] Voir *supra* sous-section 1, paragraphe 1.

[2014] Fabrizio Ferri et David Oesch, « Management Influence on Investors: Evidence from Shareholder Votes on the Frequency of Say on Pay » (2016) 33 *Contemporary Accounting Research* 1337.

[2015] Fabrizio Ferri et David Oesch, « Management Influence on Investors: Evidence from Shareholder Votes on the Frequency of Say on Pay » (2016) 33 *Contemporary Accounting Research* 1337 à la p 1338.

[2016] Fabrizio Ferri et David Oesch, « Management Influence on Investors: Evidence from Shareholder Votes on the Frequency of Say on Pay » (2016) 33 *Contemporary Accounting Research* 1337 à la p 1339 (les auteurs notent par ailleurs que cette influence est comparable à la fourchette haute de l'influence exercée par les recommandations des sociétés de conseil en vote).

dans des sociétés comparables[2017].

Pour les mêmes raisons que nous avons identifiées plus haut, notons que l'influence de la direction joue pleinement à la double condition que les actionnaires soient satisfaits des niveaux de rémunération et de la qualité de la divulgation faite par la direction. L'influence de la direction sur le choix de la fréquence du vote est donc fonction de sa crédibilité[2018]. Enfin, l'étude souligne que plus la fréquence des consultations est espacée, moins la direction de la société tend à répondre aux préoccupations des actionnaires en cas de contestations de la rémunération[2019]. Les recherches menées sur les conséquences du rejet d'un régime de rémunération démontrent l'influence actionnariale en la matière puisque les sociétés tendent à opérer des changements dans leurs pratiques de rémunération. Parmi les pratiques qui font l'objet d'une révision ou d'une suppression à l'issue d'un vote négatif se trouvent les indemnités de licenciement et les clauses de réévaluation des plans d'options sur actions[2020].

En dépit du fait qu'une consultation obligatoire soit recommandée par de nombreux organismes, la consultation des actionnaires est facultative au Canada et sa mise en place relève des bonnes pratiques recommandées en gouvernance[2021]. Le vote consultatif est donc requis par le dépôt de résolutions actionnariales[2022]. En 2016, près de 80 % des soixante plus importantes sociétés canadiennes de l'indice S&P/TSX 60 de la Bourse de Toronto ont tenu un vote consultatif sur la rémunération. Le soutien des actionnaires à la politique de rémunération reste très fort puisque les sociétés de l'indice S&P/TSX 60 recueillent en moyenne 94,6 % des voix

---

[2017] François Belot et Édith Ginglinger, « Rendre compte de la rémunération des dirigeants. Qu'attendre du say on pay ? » (2013) 39 *Revue française de gestion* 57 à la p 64.

[2018] Fabrizio Ferri et David Oesch, « Management Influence on Investors: Evidence from Shareholder Votes on the Frequency of Say on Pay » (2016) 33 *Contemporary Accounting Research* 1337 à la p 1362.

[2019] Fabrizio Ferri et David Oesch, « Management Influence on Investors: Evidence from Shareholder Votes on the Frequency of Say on Pay » (2016) 33 *Contemporary Accounting Research* 1337 à la p 1362.

[2020] François Belot et Édith Ginglinger, « Rendre compte de la rémunération des dirigeants. Qu'attendre du say on pay ? » (2013) 39 *Revue française de gestion* 57 à la p 66 ; Fabrizio Ferri et David A. Maber, « Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK » (2013) 17 *Review of Finance* 527 aux pp 529, 537.

[2021] Principles for Responsible Investment, *L'obligation fiduciaire au 21e siècle – Feuille de route pour le Canada* (juin 2016), en ligne : <https://www.unpri.org/download_report/31212>.

[2022] Vanessa Serret, Sylvie Berthelot et Michel Coulmont, « Les facteurs déterminants de la mise en place du Say on Pay au Canada » (2016) 19:2 *Finance Contrôle Stratégie* 1.

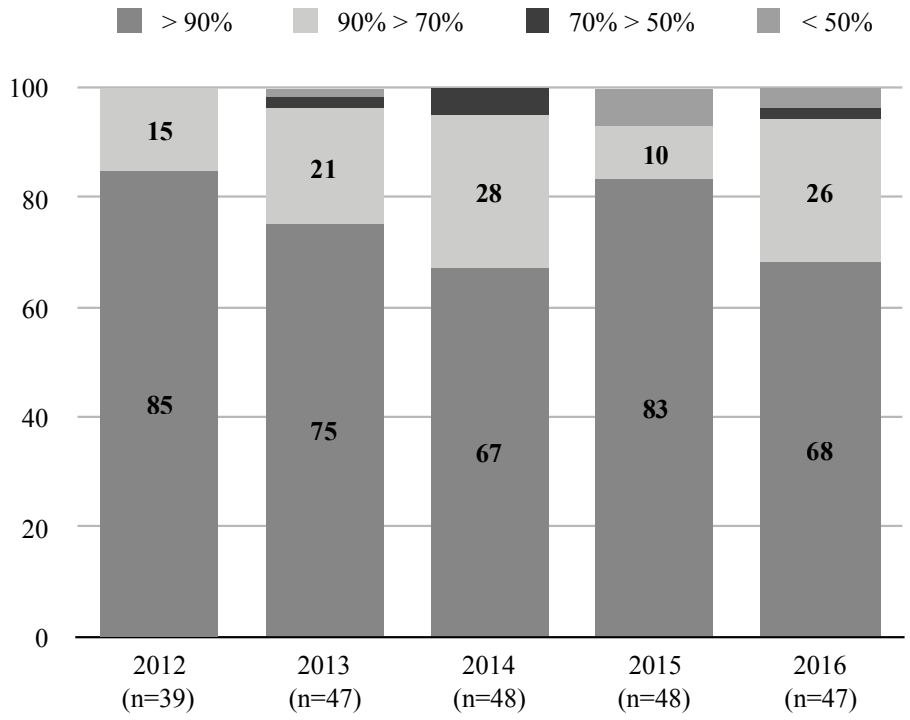
sur le vote des rémunérations[2023]. La figure 9 ci-dessous représente le niveau de soutien des actionnaires aux propositions de vote sur la rémunération des sociétés sur la période 2012 à 2016 et démontre que le vote de rejet demeure marginal. En effet, rares ont été les cas où les propositions de vote ont reçu moins de 50 % des voix. Par exemple en 2015, les propositions des sociétés Barrick Gold, CIBC et Yamana Gold, et en 2016, celles des sociétés Canadian Pacific Railway et Crescent Point Energy ont été largement rejetées. En 2017, ce sont trois sociétés qui n'ont pas obtenu l'appui de leurs actionnaires : Eldorado Gold (43,1 %), Primero Mining (29,5 %) et TransAlta (47,3 %)[2024]. Pour la même année, 18 sociétés inscrites à la Bourse de Toronto ont obtenu des taux de soutien à leurs votes consultatifs inférieurs à 85 %[2025].

[2023] Janet McFerland, « Investors Vent Over Executive Compensation with Say-On-Pay Votes », *The Globe and Mail* (4 mai 2016), en ligne : <www.theglobeandmail.com/report-on-business/investors-vent-over-executive-compensation-with-say-on-pay-votes/article29867590/>.

[2024] « Développements en matière de gouvernance de la rémunération des cadres supérieurs en 2017 » (4 décembre 2017), en ligne : Willis Towers Watson <https://www.towerswatson.com/fr-CA/Insights/Newsletters/Americas/canadian-client-advisory/2017/executive-compensation-governance-developments-2017>.

[2025] Davies Ward Phillips & Vineberg LLP, *Governance Insights 2017* (2 octobre 2017), en ligne : <https://www.dwpv.com/Insights/Publications/2017/What-Canadian-Boards-Need-to-Know-Davies-Governance-Insights-2017?mode=pdf> à la p 56.

Figure 8. — Niveau de soutien des actionnaires aux propositions de vote sur la rémunération des sociétés composant l'indice S&P/TSX 60 (période 2012-2016)



Source : Andrew McElheran, « Holding Steady with Say On Pay While Say on Pay is voluntary in Canada, many S&P/TSX 60 companies held Say on Pay votes in 2016 » (21 octobre 2016), en ligne : Meridian Compensation Partners LLC <https://www.meridiancpcom/insights/news/holding-steady-with-say-on-pay/>

Selon Yvan Allaire et François Dauphin, la quantité de documentation financière divulguée en lien avec la rémunération est tellement imposante qu'elle fait de la performance du titre de la société le facteur déterminant du vote des actionnaires[2026]. De ce point de vue, le vote sur la rémunération produirait un effet pervers puisqu'il orienterait la direction de la société sur une gestion de la performance à court terme. De même, l'*Institutional Shareholder Services*, la plus importante agence de conseil en vote, utilise le critère du rendement total pour les actionnaires comme facteur déterminant de l'analyse quantitative de l'alignement de la rémunération des dirigeants avec la performance de l'émetteur[2027]. Dans cette situation, la

[2026] Yvan Allaire et François Dauphin, « Making Say-on-Pay Vote Binding: A Good Idea? » (13 septembre 2016), *The CLS Blue Sky Blog* (blogue), en ligne : <clsbluesky.law.columbia.edu/2016/09/13/should-say-on-pay-votes-be-binding/>.

[2027] Joseph E. Bachelder III, « A Say on "Say-on-Pay": Assessing Impact After Four Years » (3 avril 2015), *The*

réflexion autour de la divulgation du ratio de rémunération entre le salaire des dirigeants et le salaire moyen des travailleurs s'avérerait pertinente[2028]. Si d'un côté, le vote consultatif sur la rémunération semble marquer un regain d'activisme de la part des investisseurs institutionnels, de l'autre, il tend à manifester une désapprobation de la politique menée par le conseil d'administration sur la rémunération et parfois au-delà. De cette manière, le vote consultatif sur la rémunération joue le rôle d'un véritable instrument de gouvernance. En effet, les résultats que recueille une proposition sur la rémunération peuvent envoyer un signal fort à la direction, comme ce fut le cas chez Barrick Gold en 2013, afin qu'elle exerce pleinement son pouvoir de négociation salariale avec le dirigeant de la société[2029]. Ici, l'instrument vient renforcer le modèle de négociation hypothétique. À défaut pour le conseil d'administration de prendre acte de la contestation actionnariale, les administrateurs risquent de voir leurs chances de réélection se réduire. C'est à un tel contrecoup qu'aurait dû faire face Barrick Gold si elle avait maintenu sa politique de rémunération. En effet, telle fut la menace formulée par un groupe de fonds institutionnels qui avait publiquement annoncé, en cas de maintien du régime contesté, de ne pas appuyer les administrateurs en cause lors des prochaines élections[2030]. Malgré l'absence de données au Canada pour corroborer notre propos, celles disponibles aux États-Unis tendent à démontrer qu'un vote négatif sur la rémunération a des répercussions l'année suivante sur la réélection des membres du comité de rémunération[2031]. Comme en témoignent les résultats

---

Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation (blogue), en ligne : <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/04/03/a-say-on-say-on-pay-assessing-impact-after-four-years/#3> ; « ISS Announces Pay-for-Performance Methodology Updates for 2017 » (8 novembre 2016), en ligne : Institutional Shareholder Services <https://www.issgovernance.com/iss-announces-pay-performance-methodology-updates-2017/>.

[2028] Venkat Venkatasubramanian, *How Much Inequality Is Fair?: Mathematical Principles of a Moral, Optimal, and Stable Capitalist Society*, New York, Columbia University Press, 2017, 169, DOI : <10.7312/venk18072> (pour un modèle mathématique du calcul du ratio optimal de rémunération des dirigeants de sociétés) ; Sylvie Berthelot, Vanessa Serret, Jessica Sylvain et Michel Coulmont, « Impact of Say on Pay on Executive Compensation of Firms Listed on the Toronto Stock Exchange » (2015) 10 *International Journal of Business and Management* 40 à la p 45.

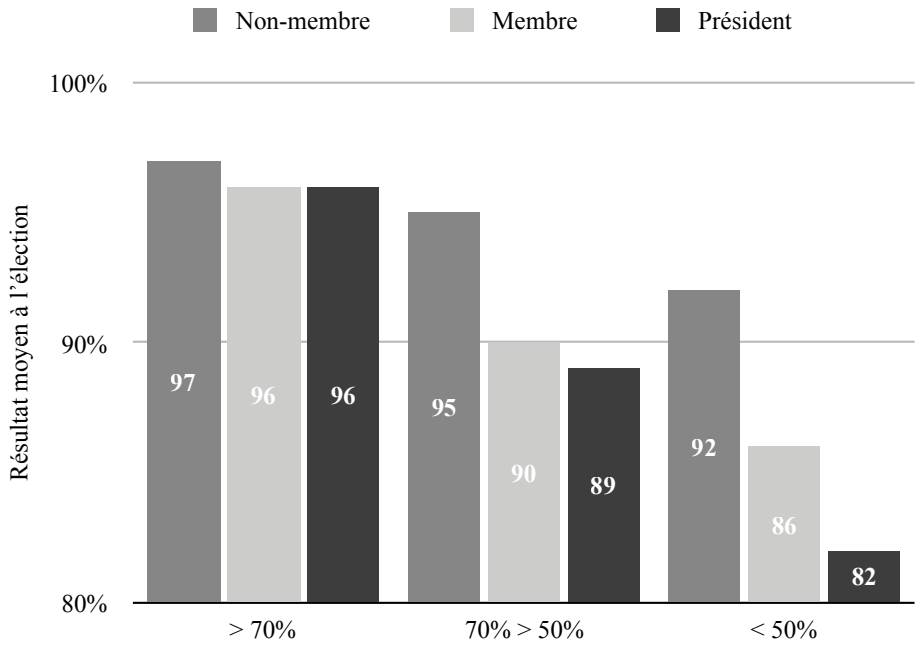
[2029] Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques, *Giving Shareholders A Say On Pay. A Measure Leading to a Better Governance ? — Position Paper No 5* (mars 2010), en ligne : <http://igopp.org/wp-content/uploads/2014/04/Say_On_Pay_ENG_low-res-2.pdf> à la p 25.

[2030] Yvan Allaire, « Barrick Gold et le seuil de l'outrage » (29 avril 2013), *Les Affaires* (blogue), en ligne : <http://www.lesaffaires.com/blogues/yvan-allaire/allaire---barrick-gold-et-le-seuil-de-l-outrage/556921/2>.

[2031] Ross Brondfield, « Handling Say-on-Pay Aftershocks: How Directors Can Prepare for Elections After a Poor Vote Outcome » (17 août 2015), en ligne : Semler Brossy <www.semlerbrossy.com/insights/handling-say-on-pay-

reportés à la figure 10, un faible support de la politique de rémunération, exprimé par le vote des actionnaires, porte atteinte à la réputation externe des administrateurs, notamment par la diminution du nombre de sièges obtenus, de nominations en comité de rémunération et de la rémunération perçue[2032].

Figure 9. — Résultats aux élections des membres du comité de rémunération l'année suivant le vote consultatif sur la rémunération aux États-Unis (période 2013-2015)



Source : Ross Brondfield, « Handling Say-on-Pay Aftershocks: How Directors Can Prepare for Elections After a Poor Vote Outcome » (17 août 2015), en ligne : Semler Brossy <www.semlerbrossy.com/insights/handling-say-on-pay-aftershocks-how-directors-can-prepare-for-elections-after-a-poor-vote-outcome/>

En ce qui concerne le caractère contraignant ou non contraignant du vote sur la rémunération, les avis sont partagés. L'approche non contraignante aurait le mérite d'améliorer le dialogue entre les actionnaires et la société sur les questions de rémunération tout en préservant l'autorité du conseil d'administration et leur responsabilité à l'égard des actionnaires[2033]. En ce qui nous concerne, nous sommes du même avis que Yvan Allaire et

---

aftershocks-how-directors-can-prepare-for-elections-after-a-poor-vote-outcome/>.

[2032] Kelly R. Brunarski, Colin T. Campbell, Yvette S. Harman et Mary Elizabeth Thompson, « Do Directors Suffer External Consequences for Poor Oversight of Executive Compensation? Evidence from Say-on-Pay Votes » (18 novembre 2016), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=2826640> à la p 3.

[2033] Randall S. Thomas et Christoph Van der Elst, « Say on Pay around the World » (2015) 92 *Washington University Law Review* 653 à la p 670.

François Dauphin qui considèrent que :

> The setting of pay policies should be the preserve of the board, as Canadian corporate law clearly states. When egregious pay packages are given to executives, a say-on-pay vote, compulsory or not, binding or not, will always be much less effective than a majority of votes against the election of members of the compensation committee. But that calls upon large investment funds to show fortitude and cohesiveness in the few instances of unwarranted compensation which occur every year [soulignement ajouté][2034].

Le vote de la rémunération est un sujet qui cristallise les efforts de l'activisme actionnarial d'organisations dont le rôle est l'amélioration des pratiques de gouvernance, mais aussi des investisseurs institutionnels, notamment au travers des recommandations des sociétés de conseil en vote[2035]. Malgré les effets limités du vote sur la rémunération, il nous semble qu'il est un mécanisme complémentaire nécessaire à une gouvernance efficiente. D'une part, il permet d'attirer l'attention de la direction sur des pratiques de gouvernance contestées et, d'autre part, il permet de signaler au marché des craintes relatives à la performance financière de la société. En définitive, si le vote sur la rémunération formalise une participation directe des actionnaires à une prise de décision spécifique, il n'est qu'un élément d'un ensemble plus large, de mécanismes formels et informels, qui n'a d'autre ambition que d'associer plus étroitement les actionnaires à la gestion de la société.

CONCLUSION

L'orthodoxie économique et l'approche contractuelle de la rémunération des dirigeants de sociétés par actions sont les fondements théoriques de sa praxis. En faisant peser sur le dirigeant une série de contraintes qui mitigent son aléa moral, l'enjeu associé au processus de la rémunération atteint son paroxysme lorsque celle-ci fait l'objet d'une substantification par le

---

[2034] Yvan Allaire et François Dauphin, « Making Say-on-Pay Vote Binding: A Good Idea? » (13 septembre 2016), *The CLS Blue Sky Blog* (blogue), en ligne : <clsbluesky.law.columbia.edu/2016/09/13/should-say-on-pay-votes-be-binding/>.

[2035] Jun Yang, Eric Zengxiang Wang et Yunbi An, « Canadian Exceptionalism: Shareholder Proposals, Filer Identities, and Voting Outcomes » (2012) 38 *Managerial Finance* 456 à la p 458 (sur le rôle joué par le Mouvement d'Éducation et de Défense des actionnaires minoritaires, MÉDAC, qui adopte une vision radicale visant à médiatiser le conflit) ; Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques, *Prise de position no 5 — Le vote consultatif sur la rémunération des dirigeants (Say On Pay). Un pas en avant vers une meilleure gouvernance* (mars 2010), en ligne : <http://igopp.org/wp-content/uploads/2014/04/Say_On_Pay-FR-Rapport_de_l_IGOPP-4.pdf >.

vote des actionnaires. En effet, la participation croissante des actionnaires à la bonne gouvernance des sociétés revêt une signification particulière lorsqu'elle est envisagée au travers du prisme de la consultation puis du vote sur la rémunération. Puisque le régime de rémunération est un indice de la bonne gouvernance de la société, la légitimité des procédés contractuels employés, des procédures décisionnelles déployées et de son dénouement implique d'expliciter, comme nous l'avons fait, le rôle, les bienfaits et les désavantages de la participation actionnariale en la matière.

Or, les modalités formelles et informelles de l'exercice de la prérogative actionnariale conditionnent l'effectivité, d'une part, de la polarisation des rôles entre la direction et les actionnaires et, d'autre part, du droit de vote comme instrument de gouvernance. Au même titre qu'ils bénéficient de la protection fiduciaire, le droit de voter une décision et pour une élection assure la protection de leur créance résiduelle. Toutefois, au regard des pratiques fiduciaire et du vote, il semble que le pouvoir actionnarial soit lui-même le résidu d'un pouvoir quasi exclusivement entre les mains des membres de la haute direction. À y regarder encore de plus près, ce pouvoir semble se concentrer autour d'un nombre restreint de hauts dirigeants, au premier rang desquels figure le P.-D.G. C'est dire toute la gravité et la portée que prend l'aménagement du droit de vote en droit des sociétés par actions.

En tout état de cause, les mutations de l'actionnariat, la multiplication des revendications à caractère éthique ainsi que la multitude d'intervenants, qui contribuent à façonner l'expression de la volonté sociale, requièrent des ajustements de l'environnement légal et réglementaire. Si certaines améliorations sont d'ores et déjà envisagées, d'autres ne le sont que partiellement ou simplement pas. Il en est ainsi du statut et du rôle des agences de conseil en vote et de celui des investisseurs institutionnels dont l'implication dans la gouvernance des sociétés semble affranchir l'actionnaire de contraintes d'action collective. Pour ces motifs, la législation en droit des sociétés, la réglementation en valeurs mobilières, les bonnes pratiques et les normes informelles doivent permettre d'améliorer l'encadrement du pouvoir de ces acteurs. En fin de compte, l'argument d'une apathie actionnariale qui a jusque-là légitimé le rôle périphérique de l'actionnaire pour la gestion de la société par actions semble désormais anachronique.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Forte d'une conception économique, le cadre dominant de la gouvernance des sociétés par actions est animé par une préoccupation relative à la protection de son mantra, qui se matérialise en une norme selon laquelle la finalité de l'entité juridique est de créer de la valeur pour l'actionnaire[2036]. Véritable *lit de Procuste*, ce mantra est le palladium de la société par actions et de sa structure de gouvernance pour encadrer les dirigeants dans le processus de création de valeur. Malgré le pouvoir explicatif et normatif indéniable de la théorie économique et de l'approche contractuelle, nous avons pu, dans cette thèse, constater qu'un certain nombre de défaillances affligent les différents mécanismes de gouvernance et amoindrissent le processus de création de valeur. Nous avons également remarqué que si l'identité de la gouvernance s'appuie sur une orthodoxie économique, celle-ci s'accommode mal de l'altérité qui anime parfois la conception de la société par actions et les rapports entre ses membres. Par conséquent, certaines des prescriptions sont symptomatiques d'un *syndrome de Procuste* qui témoigne de la représentation d'une réalité non corroborée, et parfois contredite, par l'observation des pratiques en gouvernance, notamment en matière de rémunération.

Dans l'introduction de la présente thèse, nous avons identifié quelques-unes des lacunes auxquelles est confrontée la démarche en gouvernance des sociétés par actions. Spécifiquement, selon nous, ce sont les vicissitudes en matière de rémunération qui requièrent le démantèlement du processus d'élaboration puis d'adoption du régime de rémunération. En effet, le déroulement du processus décisionnel sollicite différents acteurs, intervenants et mécanismes dont l'influence relative évolue au gré de leurs caractéristiques, de leurs interactions et plus généralement de leurs contributions. Notre propos s'est donc efforcé de structurer notre analyse autour, d'une part, du processus en lui-même et, d'autre part, des interactions complémentaires des différents mécanismes qui président à la prise de décision en matière de rémunération. Tel est l'enjeu de notre problématique qui vise à démontrer qu'un régime de rémunération en tant que résultat d'un jeu d'interactions complexes permet d'apprécier qualitativement l'ensemble d'une structure de gouvernance et de formuler, si nécessaire, des recommandations afin de parfaire le

---

[2036] Mark J. Roe, « The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 2063.

fonctionnement de la société par actions.

En termes procustéens, la gouvernance des sociétés par actions organise les rapports contractuels des agents économiques autour d'un objectif de maximisation de la valeur de la société à long terme pour les actionnaires. À ce titre, les dirigeants et les administrateurs de la société sont imputables à l'égard de celle-ci, en vertu de leurs devoirs, de toute appropriation ou mauvaise allocation de la richesse[2037]. Par ailleurs, à la polarisation parfois contradictoire de la fonction de propriété et de la fonction de contrôle de la firme, s'adjoint une préoccupation relative aux dissymétries au sein de la masse actionnariale. Le droit des sociétés permet donc de baliser les contours de la discrétion managériale. Ainsi, les devoirs qui pèsent sur les dirigeants et les administrateurs aménagent leur espace de liberté pour l'accomplissement de leur mission en garantissant que celle-ci soit menée avec un minimum d'égards pour les préférences actionnariales. Dans le même ordre d'idées, si les actionnaires s'estiment lésés par une décision prise, ils disposent en dernier ressort de recours judiciaires afin de faire respecter leurs droits. Toutefois, l'encadrement juridique est partiel et, dès lors, le potentiel d'aléa moral fait craindre une perte d'efficience dans la capacité de la société par actions d'agréger de manière optimale une série de préférences individuelles en une fonction d'utilité collective.

La prise de décision en matière de rémunération vise à apporter une solution au problème de l'aléa moral entre le dirigeant et les actionnaires. Tel que nous l'avons défini, ce problème fait craindre, par un jeu d'intérêts divergents et contradictoires, que le dirigeant puisse agir, avec une certaine impunité, pour la satisfaction de ses préférences personnelles. Selon la théorie économique, ses préférences sont nécessairement une source de conflit puisqu'elles n'ont d'autre finalité que de lui permettre de détourner à son profit une partie, plus ou moins significative, de la richesse destinée aux actionnaires. L'importance donnée à cette inhérente disharmonie au sein de l'organisation a laissé peu de place à d'autres modalités de gouvernance que celles orientées sur les incitatifs monétaires, la performance financière et la surveillance comme paramètres privilégiés pour le fonctionnement de l'organisation et l'opérationnalisation de ses mécanismes de gouvernance.

[2037] J. William Callison, « Putting New Sheets on a Procrustean Bed: How Benefit Corporations Address Fiduciary Duties, the Dangers Created and Suggestions for Change » (2012) 2 *American University Business Law Review* 85 à la p 87.

Or, si la nature conflictuelle des rapports du dirigeant avec la société est le reflet d'une certaine réalité, elle ne saurait en constituer l'unique truisme. Le particularisme de la relation du dirigeant avec la société nécessite d'envisager une alternative sous-exploitée dans la littérature, celle où il endosse un véritable rôle d'intendant dans la gestion de la société par actions. Il ne s'agit certainement pas d'enfermer la gouvernance dans une conception manichéenne des rapports au sein de l'organisation, mais bien d'offrir de nouvelles hypothèses pour l'incitation et la motivation du dirigeant dans une logique de coopération. Le substrat de cette dynamique repose avant tout sur le contrat de rémunération et le choix des incitatifs susceptibles de refléter d'autres préférences, voire de cultiver les valeurs attendues de l'interaction du dirigeant au sein de la société, mais également avec l'environnement externe de celle-ci.

Le contrat de rémunération, comme instrument pour la régulation de l'agir directorial, n'intervient qu'à l'issue d'un processus de négociation mené par le conseil d'administration. À ce titre, nous avons souligné l'importance d'une véritable délibération de la rémunération. Les administrateurs, en conseil et en comité, doivent donc mobiliser l'ensemble des ressources qui sont à leur disposition, avec une importance toute particulière accordée à leurs contributions cognitives. La rémunération est à la fois un enjeu disciplinaire, un enjeu cognitif et un enjeu stratégique. Cet enjeu triple requiert notamment, à cette étape du processus décisionnel, une culture du débat assumée, qu'elle porte sur la rémunération, ses composantes et leurs finalités, tout comme sur ses implications en termes stratégiques, de culture et d'éthique d'entreprise. En outre, ce n'est qu'à cette condition que le risque lié à l'accaparement d'une partie du processus décisionnel par le dirigeant sera véritablement écarté.

En particulier, dans le cadre de la délibération relative à la rémunération, nous avons exprimé une préoccupation quant aux rôles dévolus aux conseillers en rémunération. En effet, s'il est de la prérogative du conseil de recourir à une expertise externe, cette pratique entraîne un risque de dilution de la prérogative de contrôle du conseil d'administration sur le processus de rémunération. Non seulement ces acteurs ne sont pas tenus à de quelconques normes de conduite exemplaires, mais encore les méthodes et les analyses déployées peuvent échapper au contrôle et à la compréhension des administrateurs. Pour ces raisons, nous pensons qu'il y a matière sur ce point au développement d'un cadre réglementaire, ne serait-ce que minimalement pour régir les conflits d'intérêts liés à l'octroi concomitant de services, pour la rémunération ou

autres, par ses professionnels à la direction d'une même société.

Enfin, dans notre dernier chapitre, nous avons étroitement lié la légitimité d'un régime de rémunération à l'implication effective des actionnaires dans le processus décisionnel. En particulier, ce sont des modalités formelles et informelles qui assurent l'effectivité de la prérogative actionnariale comme instrument pour la gouvernance des sociétés par actions. Dans ce contexte, l'aménagement du droit de vote, l'accès au processus de sollicitations des procurations ainsi que le vote sur la rémunération sont déterminants pour la participation active et directe des actionnaires au forum décisionnel en gouvernance. Puis, ce sont les agences de conseil en vote, les exigences de transparence et de divulgation ainsi que l'engagement actionnarial qui circonscrivent indirectement l'effectivité d'une démarche actionnariale. Par le jeu de mécanismes formels et informels, nous sommes d'avis que le droit de vote peut constituer le baromètre d'une gouvernance respectueuse d'une praxis équilibrée du pouvoir et de la prise en compte des préoccupations actionnariales. Tout particulièrement, notons que l'enjeu de pouvoir attaché à la rémunération, envisagé dans l'interaction du dirigeant avec le conseil d'administration, sera d'autant plus susceptible d'aboutir à un contrat non optimal lorsque l'expression de la volonté sociale est entravée par des contraintes formelles et informelles.

Finalement, nous répondons à la question posée en introduction : dans quelle mesure un régime de rémunération de hauts dirigeants permet-il de garantir une structure de gouvernance qui, à la fois, protège les actionnaires, respecte leurs préoccupations et encourage les comportements exemplaires ?

À la manière des matriochkas, la rémunération est enchâssée dans différents niveaux d'un processus décisionnel qui guide son élaboration puis son adoption. Dans son ensemble, le processus sollicite une pluralité d'acteurs, d'intervenants et d'instruments dans des rôles parfois différenciés selon l'étape considérée. Ainsi, le découpage opéré ne doit pas masquer la nécessaire réciprocité et complémentarité des observations réalisées et des prescriptions formulées aux différents niveaux d'analyse. Par conséquent, le cadre légal et extra-légal qui encadre la conduite des agents économiques dans la société par actions, la structure du contrat de rémunération, son contrôle et la détermination de son acceptabilité par les actionnaires, préfigurent d'un régime de rémunération à même de promouvoir l'exemplarité des hauts dirigeants pour une gestion dans le meilleur intérêt de la société et révérencieuse à l'égard de

préoccupations éthiques.

Bibliographie

1. — Législation

1.1. — Lois et codes

Code civil du Québec, RLRQ c C-1991 (CcQ).

Loi canadienne sur les sociétés par actions, LRC 1985 c C-44.

Loi d'interprétation, LRC 1985, ch I-21.

Loi sur les sociétés par actions, RLRQ c S-31.1.

Loi sur les valeurs mobilières, RLRQ c V-1.1, r 24.

1.2. — Commissions de valeurs mobilières

Autorités canadiennes en valeurs mobilières. *Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance* (30 juin 2005), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/58-201/2005-06-30/2005juin30-58-201-ig-vadmin-fr.pdf>.

Autorités canadiennes en valeurs mobilières. *Annexe 51-102A6, Déclaration de la rémunération de la haute direction* au *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* (18 septembre 2008), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/51-102/2015-11-17/2015nov17-51-102-vofficielle-fr.pdf>.

Autorités canadiennes en valeurs mobilières. *Avis 51-331 du personnel des ACVM : Rapport sur l'examen par le personnel des ACVM de l'information sur la rémunération de la haute direction* (20 novembre 2009), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2009/2009nov20-51-331-acvm-fr.pdf>.

Autorités canadiennes en valeurs mobilières. *Avis de publication, Règlement modifiant le Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue, y compris l'Annexe 51-102A6, Déclaration de la rémunération de la haute direction* (22 juillet 2011), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/51-102/2011-07-22/2011juil22-51-102-avis-publ-fr.pdf>.

Autorités canadiennes en valeurs mobilières. *Avis de consultation des ACVM — Projet d'Avis 25-201 relatif aux indications à l'intention des agences de conseil en vote* (24 avril 2014), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/25-201/2014-04-24/2014avril24-25-201-avis-cons-fr.pdf>.

Autorités canadiennes en valeurs mobilières. *Instruction générale 25-201 relative aux indications des agences de conseil en vote* (30 avril 2015), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/25-201/2015-04-30/2015avril30-25-201-ig-final-fr.pdf>.

Autorités canadiennes en valeurs mobilières. *Instruction générale relative au Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* (30 juin 2015), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/51-102/

2015-06-30/2015juin30-51-102-ig-vadmin-fr.pdf>.

Autorités canadiennes en valeurs mobilières. *Annexe 58-101A1, Information concernant la gouvernance* du *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance* (17 novembre 2015), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/58-101/2015-11-17/2015nov17-58-101-vofficielle-fr.pdf>

Autorités canadiennes en valeurs mobilières. *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* (17 novembre 2015), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/51-102/2015-11-17/2015nov17-51-102-vofficielle-fr.pdf>.

Autorités canadiennes en valeurs mobilières. *Règlement 51-110 sur le comité d'audit* (17 novembre 2015), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/52-110/2015-11-17/2015nov17-52-110-vofficielle-fr.pdf>.

Autorités canadiennes en valeurs mobilières. *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques de gouvernance* (17 novembre 2015), en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/58-101/2015-11-17/2015nov17-58-101-vofficielle-fr.pdf>.

1.3. — Documents non parlementaires

Québec, Ministère des Finances. *Explications et commentaires aux parlementaires sur le projet de loi sur les sociétés par actions*, par Raymond Bachand, vol 1 Article 1 à 275 (2009), en ligne : <www.finances.gouv.qc.ca/documents/Autres/fr/AUTFR_docreference_2009-12-01_vol-1.pdf>.

1.4. — Projets de loi

Canada PL C-25. *Loi modifiant la Loi canadienne sur les sociétés par actions, la Loi canadienne sur les coopératives, la Loi canadienne sur les organisations à but non lucratif et la Loi sur la concurrence*, 1re sess, 42e lég, 2016, (première lecture le 28 septembre 2016), en ligne : <www.parl.ca/DocumentViewer/fr/42-1/projet-loi/C-25/premiere-lecture>.

1.5. — Règlements fédéraux

Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral. DORS/2001-512.

2. — Jurisprudence

2.1. — Jurisprudence américaine

Blasius Industries, Inc v Atlas Corp, 564 A (2d) 651 (Del Ch 1988).

Gesoff v IIC Industries, Inc, 902 A (2d) 1130 (Del Ch 2006).

In re Tyson Foods, Inc Consol. S'holder Litig, 919 A (2d) 563 (Del Ch 2007).

Johnson v Trueblood, 629 F (2d) 287 (3e Cir 1980).

Ryan v Gifford, 918 A (2d) 341 (Del Ch 2007).
Sandys v Pincus, 152 A (3d) 124 (Del 2016).
Securities and Exchange Commission v Chenery Corporation et al, [1943] 318 US 80.
United Copper Securities Co v Amalgamated Copper Co, 244 US 261 (1917).
Weinberger v UOP, Inc, 426 A (2d) 1333 (Del Ch 1981).

2.2. — Jurisprudence anglaise

Aberdeen Rail Co v Blaikie Brothers, [1843-60] All ER Rep 249 (HL).
Alexander v Automatic Telephone Company, [1900] 2 Ch D 56.
Ashby v White, (1703) 2 Ld Raym 938.
Boardman v Phipps, [1967] 2 AC 46.
Bulkley v Wilford (1834) 8 Bligh NS.
Burland v Earle, [1902] AC 83.
Carlson Family Trust v MPL Communications Inc, 2009 ABQB 77.
Charitable Corporation v Sutton, (1742) 26 ER 642.
City Equitable Fire Insurance Co, In Re, [1925] Ch 407.
Coco v A. N. Clark (Engineers) Ltd, [1969] RPC 41 (HCJ Ch D).
Earl of Chesterfield v Janssen, [1751] 2 Ves Sen 125.
Edwards v Halliwell, [1950] 2 All ER 1064.
Ex parte Lacey, [1802] 6 Ves Jr 625, 31 ER 1228.
Foss v Hardbottle, [1843] 2 Hare 461, 67 ER 189.
Gramophone and Typewriter Ltd v Stanley, [1908] 2 KB 89.
Greenhalgh v Arderne Cinemas Ltd, [1946] 1 All ER 512 ; [1951] Ch 286 (CA).
Howard Smith v Ampol Petroleum Ltd, (1974) 1 All ER 1126, AC 821 (PC).
Hugenin v Baseley, [1807] 14 Ves 273.
Keech v Sanford, (1726) Sel Cas Ch 61, 25 ER 223.
Lagunas Nitrate Company Limited v Lagunas Syndicate Limited, [1899] 2 Ch D 392.
Lydney and Wigpool Iron Ore Company v Bird, [1886] 33 Ch D 85.
Menier v Hooper's Telegraph Works, [1874] LR 9 Ch App 350.
Mozley v Alston, [1847] 1 Ph 790.
Owen v Williams, [1773] Ambler 734, 27 ER 474.
Parker (Public Officer of National Bank) v McKenna and others, [1874-80] All ER Rep 443.
Parker (Public Officer of National Bank) v McKenna and others, [1874-75] LR 10 Ch App 96.
Pender v Lushington, [1877] 6 Ch D 70 (CA).
Phillips v Manufacturer's Securities Ltd, [1917] 116 LT 209.
Reading v E, [1949] 2 KB 232.
Regal (Hastings) Ltd v Gulliver and Others, [1942] 1 All ER 378.
Scottish Co-operative Wholesale Society Ltd v Meyer, [1959] AC 324, [1958] 3 All ER 66 (HL).
The York and North Midland Railway Company v Hudson (1853), 16 Beav 485, 51 ER 866.

West of England & South Wales District Bank Ex p Dale & Co, Re, [1879] LR 11 Ch D 772.

2.3. — Jurisprudence canadienne

820099 Ontario Inc v Harold E. Ballard Ltd, 1991 CarswellOnt 142 (Gen Div).

969625 Ontario Ltd v Goldstone Resources Inc, 2017 ONSC 879 (CanLII).

ADI Ltée v 052987 N.B. Inc, [2000] AN-B n° 467 (CA).

Aéro-Photo (1961) inc c Raymond, 2014 QCCA 1734 (CanLII).

Alberta v Elder Adovocated of Alberta Society, 2011 CSC 24.

Alexander v Westeel-Rosco, (1978) 93 DLR (3e) 116 (HC).

Amack v AW Holdings Corp, [2014] AJ No 1215, 2014 ABQB 623.

Appotive v Computrex Centres Ltd, [1981] BCJ No 1635, 16 BLR 133 (SC).

Arthur v Signum Communications Ltd, [1991] OJ n° 86 (Gen Div).

Autorité des marchés financiers c Filiatreault, 2016 QCTMF 8, en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/bulletin/2016/vol13no34/vol13no34_2-2.pdf>.

Banque de Montréal c Kuet Leong, [1989] 2 RCS 429.

Bande indienne de la rivière Blueberry c Canada, [1995] 4 RCS 344.

Bande indienne Wewaykum c Canada, [2002] 4 RCS 245.

BCE Inc c Détenteurs de débentures 1976, [2008] RCS 560.

Beatty v North-West Transportation Co, (1886) 12 SCR 598.

Bell v Source Data Control Ltd, [1986] OJ No 621 (On HCJ).

Blair c Consolidated Enfield Corp, [1995] 4 RCS 5.

Brant Investments Ltd et al and KeepRite Inc et al, [1987] 60 OR (2e) 737.

Brant Investments Ltd v KeepRite Inc, [1991] OJ No 683 (CA).

Brassard c Forget, 2010 QCCS 1530.

Canadian Aero Service Ltd v O'Malley, [1971] 23 DLR (3e) 632.

Canadian Aero Service Ltd c O'Malley, [1974] RCS 592.

Canson Entreprises Ltd v Boughton and Co, [1991] 3 SCR 534.

Carlson Family Trust v MPL Communications Inc, 2009 ABQB 77.

Catalyst Fund General Partner I Inc v Hollinger Inc, (2006) 20 BLR (4e) 249 (On SC).

Charles Baker Limited v Baker and Baker, [1954] OR n 418 (QL) (On CA).

Clarkson Co Ljtd v Zhelka et al, [1967] 2 OR 565 (On HC).

Computershare Trust Co of Canada v Crystallex International Corp, 2009 CarswellOnt 7997 (On SCJ).

Construction Cogerex ltée c Paquette, 2009 QCCS 5449 (CanLII).

CW Shareholdings Inc. v. WIC Western International Communications Ltd, (1998), 39 OR (3d) 755, [1998] 160 DLR (4e) (Gen Div).

Dimo Holdings Ltd v H. Jager Developments Inc, 1998 CarswellAlta 583 (QB).

Discovery Enterprises Inc v Ebco Industries Ltd, [1998] BCJ No 1301, 50 BCLR (3e) 195 (CA).

Drove v Mansvelt, [1998] BCJ No 497, 78 ACWS (3e) 634 (SC).

Ernst & Young Inc v Essar Global Fund Ltd, 2017 ONSC 1366 (CanLII).
Ernst & Young Inc v Essar Global Fund Ltd, [2017] CCS No 9151 (QL).
Evans v Anderson, [1977] 76 DLR (3e) 482 (Alta CA).
Exco Corp Ltd v Nova Scotia Savings & Loan Co, [1987] NSJ No 56.
Farnham v Fingold, (1972) 29 DLR (3e) 279 (HC).
Farnham v Fingold, (1973) 33 DLR (3e) 156 (CA).
Fleming v McNabb, [1883] OJ No 90 (On CA).
Follis v The Township of Albemarle et al, [1941] 1 DLR 178 (On CA).
Ford Motor Company of Canada Ltd v Ontario Municipal Employees Retirement Board, 2006 CanLII 15 (On CA).
Frame v Smith, [1987] 2 SCR 99.
Francoeur c 4417186 Canada Inc, 2013 QCCA 191 (CanLII).
GATX Corp v Hawker Siddeley Canada Inc, 1996 CanLII 8286 (On SC).
Giradet v Crease and Co, [1987] 11 BCLR (2e) 361 (SC).
Goldex Mines Ltd v Revill, [1974] 54 DLR (3e) 672 (CA).
Gorner v Martin, [1985] NJ No 107, 4 CPC (2e) 72 (TD).
Gravino c Enerchem Transport inc, 2008 QCCA 1820 (CanLII).
Gray v Yellowknife Gold Mines Ltd and Bear Exploration and Radium Ltd (no.1), [1947] OR 928 (CA).
Gray v Yellowknife Gold Mines Ltd and Bear Exploration and Radium Ltd (no.2), [1947] OR 994 (CA).
Greenlight Capital Inc v Stronach, 2006 CanLII 36620 (On SC), conf par 2008 CanLII 34359 (On SCDC).
Griesbach v Majury, [1991] OJ No 590 (Gen Div).
Guerin v R, [1984] 2 SCR 335.
Guerin c La Reine, [1984] 2 RCS 335.
Harrington Global Opportunities Fund Ltd v Eco Oro Minerals Corp, 2017 BCCA 224 (CanLII).
Harrington Global Opportunities Fund Ltd v Eco Oro Minerals Corp, 2017 BCSC 664 (CanLII).
Harris v Leikin Group Inc, 2014 ONCA 479 (CanLII).
Henderson v Strang, (1919), 60 SCR 201.
Hodgkinson c Simms, 1994 CanLII 70 (CSC).
International Corona Resources Ltd v Lac Minerals Ltd, (1988), 62 OR (2e) 1 (On CA).
Jaguar Financial Corp v Alternative Earth Resources Inc, 2015 BCSC 2436.
Jennings v Bernstein, [2001] OJ No 831, 11 BLR (3e) 259 (SCJ).
Jordan Enterprises Ltd v Barker, [2015] BCJ No 676, 2015 BCSC 559.
Kelvin Energy Ltd c Lee, 1992 CanLII 38 (CSC).
K.L.B. c Colombie-Britannique, [2003] 2 RCS 403 (CanLII).
Lac Minerals Ltd c International Corona Resources Ltd, [1989] 2 RCS 574.
Lasanaltech Inc c Systèmes de logiciel Quadrom Inc, [1995] JQ no 1026 (CS).

Laskin v Bache & Co Inc, [1972] 23 DLR (3e) 385 (On CA).
Leblanc v Canada, [1999] FCJ No 1091.
Lefebvre Frères ltée c Giraldeau, 2009 QCCS 404 (CanLII).
Long v Spill-Sorb Canada Inc, [2010] AJ No 29, 68 BLR (4e) 190 (QB).
Look Communications v McGoey, 2017 ONSC 2165 (CanLII).
Luebke v Manluk Industries Inc, [2013] AJ No 506 (QB).
Magasins à rayons Peoples inc (Syndic de) c Wise, [2004] 3 RCS 461 (CanLII).
Main v Delcan Group Inc, [1999] OJ No 1961, 47 BLR (2e) 200 (SCJ).
Malata Group (HK) Limited v Jung, 2008 ONCA 111 (CanLII).
Maple Leaf Foods Inc v Schneider Corp, (1998) 42 OR (3e) 177.
Mario Mottillo v O.E. Canada Inc et al, 2017 ONSC 3557 (CanLII).
McAteer v DevonCroft Development Ltd, 2001 CarswellAlta 1694.
McClurg c The Queen, [1990] 3 RCS 1020.
Meditrust Healthcare Inc v Shoppers Drug Mart, 2002 CanLII 41710 (ON CA).
Méthot c Banque fédérale de développement du Canada, 2006 QQCA 648 (CanLII).
Midland Resources Holding Limited v Shtaif, 2017 ONCA 320 (CanLII).
Mikulic v Peter, [2013] BCJ No 1117, 2013 BCSC 941.
Minerals Ltd v International Corona Resources Ltd, [1989] 2 SCR 574.
Mondoux c 9041-6868 Québec inc, 2003 CanLII 28589 (QC CS).
Montreal Trust Co of Canada v Call-Net Enterprises Inc, (2002) 57 OR (3e) 775 (On SC).
North-West Transportation Co v Beatty, [1887] 12 App Cas 589 (PC).
Palmer v Carling O'Keefe Breweries of Canada Ltd, (1989) 67 OR (2e) 161, 41 DLR 128, 56 DLR (4e) 128.
Pappas v Acan Windows Inc, [1991] NJ No 164, 2 BLR (2e) 180 (TD).
Park v Sunrich Processors Ltd, [1999] BCJ No 807, 87 ACWS (3e) 476 (SC).
Partners Value Investments Inc (Re), 2016 ONSC 6218 (CanLII).
Pavone v 603631 Ontario Limited et al, 2013 ONSC 5172.
Pelletier c Recyclage Yamaska inc, 1992 CarswellQue 1476.
Pente Investment Management Ltd v Schneider Corp, 1998 CarswellOnt 4035 (WL Can).
Peoples Department Stores Inc (Syndic de), [2003] JQ n 505.
Peoples Department Stores Inc (Syndic de) c Wise, [2004] 3 RCS 461.
Peso Silver Mines Ltd c Cropper, [1966] RCS 673.
Pincourt (Ville de) c Construction Cogerex ltée, 2013 QCCA 1773 (CanLII).
Primex Investments Ltd v Northwest Sports Enterprises Ltd, [1996] BCJ No 2309, [1997] 2 WWR 129 (CA), conf par [1997] 2 WWR 129, 26 BCLR (3e) 357.
QMG Holdings Inc v Kerr Addison Mines Ltd, [1982] OJ No 321.
Rea v Wildeboer, 2015 ONCA 373 (CanLII).
Re Daon Development Corp, [1984] BCJ No 2945, 54 BCLR 235 (SC).
Re Loeb and Provigo Inc, (1978) 20 OR (2d) 497, 88 DLR (3d) 139 (3e) 139 (On HC).
Re Marc-Jay Investments Inc and Levy, [1974] OJ No 2046, 50 DLR (3e) 45 (HCJ).

Re Mason and Intercity Properties Ltd, [1987] OJ No 448, 59 OR (2e) 631 (CA).

Re R. J. Jowsey Mining Co, 1969 CarswellOnt 877, [1969] 2 OR 549 (WL Can).

Richardson Greenshields of Canada Ltd v Kalmacoff, (1995) 123 DLR (4e) 628, 635 (On CA), autorisation de pourvoi à la CSC refusée, 24758 (28 septembre 1995).

Roberts v Pelling, [1981] 130 DLR (3e) 761 (BCSC).

Rooney v Cree Lake Resources Corp, [1998] OJ n 3077 (Gen Div).

Schafer v International Capital Corp, [1996] SJ No 770, 153 Sask R 241 (QB), conf par [1997] SJ No 374.

Schwabe (Litigation Guardian of) v Heilborn, [2002] OJ No 2755, 28 BLR (3e) 309 (SCJ).

Sidaplex-Plastic Suppliers Inc v Elta Group, (1998) 40 OR (3e) 563 (CA).

Société d'habitation des Vieilles Forges inc c Béliveau, 2006 QCCS 3742 (CanLII).

Solomon v Elkind, [1976] OJ No 1453, 3 CPC 31 (HCJ).

Soper v Canada, [1998] 1 CF 124.

Sparling v Javelin International Ltd (No 1), [1986] RJQ 1073 (SC).

Standard Investments Ltd et al v Canadian Imperial Bank of Commerce, [1985] 52 OR (2e) 473.

St-Germain c St-Germain, 2016 QCCA 303 (CanLII).

Sun Trust Co c Bégin, [1937] RCS 305.

The Investment Administration Solutions Inc v Pro-Financial Asset Management Inc, 2018 ONSC 1220 (CanLII).

Unique Broadband Systems, Inc (Re), 2014 ONCA 538 (CanLII).

UPM-Kymmene Corporation v UPM-Kymmene Miramichi Inc, (2002) 214 DLR (4e) 496 (On SC).

UPM-Kymmene Corporation v UPM-Kymmene Miramichi Inc, (2004) 42 BLR (3e) 34 (On CA).

Valgardson v Valgardson, [2012] AJ No 399, 2012 ABCA 124.

Wallace v Canada, [2000] TCJ No 669.

Waxman v Waxman, [2004] 44 BLR (3e) 165.

Western Finance Company Ltd v Tasker Enterprises Ltd, [1980] 1 WWR 323 (Man CA).

White v Central Trust Co, [1984] 7 DLR (4e) 236 (Nb CA).

Wightman c Widdrington (Succession de), 2013 QCCA 1187 (CanLII).

Wotherspoon v Canadian Pacific Ltd, (1981) 35 OR (2e) 449, 129 DLR (3e) 1 (CA).

Wotherspoon v Canadian Pacific Ltd, [1987] 1 SCR 952.

Wright v Donald S. Montgomery Holdings Ltd, 1998 CanLII 14805 (On SC).

Zwicker c Stanbury, [1953] 2 RCS 438.

820099 Ontario Inc v Harold E. Ballard Ltd, [1991] 3 BLR (2e) 113.

2.4. — Autres juridictions de la common law

Hospital products Ltd v United States Surgical Corp, [1984] 55 ALR 417 (AUS).

N. Z. Netherland Society v Kuys, [1973] 2 All ER 1222 (NZ).

2.5. — Jurisprudence française

Cass civ, 30 mai 1982, D 1893 I 105 (note Eugène-Edmond Thaller).

3. — Doctrine

3.1. — Allocutions et textes présentés durant des conférences

Canivet, Guy. « Propos introductifs – Les conflits d'intérêts : une question majeure pour le droit des affaires » 30e colloque de l'Association Droit et Commerce, présentée à Deauville, 1er et 2 avril 2006, en ligne : <www.courdecassation.fr/IMG/File/conflits_interets_propos_introductifs.pdf>.

Naccarato, Mario et Raymonde Crête. « La confiance : De la réalité à la juridicité », conférence en mémoire de l'honorable Charles D. Gonthier, présentée à la Faculté de droit, de l'Université McGill, 20 et 21 mai 2011, en ligne : <http://cisdl.org/gonthier/public/pdfs/papers/Conférence%20Charles%20D%20Gonthier%20-%20Crête%20&%20Naccataro.pdf>.

Serret, Vanessa et Sylvie Berthelot. « Activisme actionnarial et responsabilité sociale des entreprises au Canada : Analyse des résolutions soumises par les actionnaires entre 2000 et 2011 », 34e congrès de l'Association francophone de comptabilité « Comptabilité sans frontières : The French Connection », présentée à Montréal, mai 2013, [non publiée], en ligne : Archive ouverte HAL <https://halshs.archives-ouvertes.fr/hal-01002373/document>.

Trébucq, Stéphane. « La gouvernance d'entreprise héritière de conflits idéologiques et philosophiques » Communication pour les neuvièmes journées d'histoire de la comptabilité et du management, présentée à l'Université Paris-Dauphine, jeudi 20 et vendredi 21 mars 2003, en ligne : <www.crefige.dauphine.fr/recherche/histo_compta/trebucq.pdf>.

3.2. — Symposium

Symposium. « Law, Economics, & Norms » (1996) 144 *University of Pennsylvania Law Review* 1643, en ligne : <http://www.jstor.org.proxy3.library.mcgill.ca/stable/i273513>.

Symposium. « Norms and Corporate Law » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1607, en ligne : <http://www.jstor.org.proxy3.library.mcgill.ca/stable/i273544>.

Symposium. « Social Norms, Social Meaning, and the Economic Analysis of Law » (1998) 27 *The Journal of Legal Studies* 537, en ligne : <http://www.jstor.org.proxy3.library.mcgill.ca/stable/10.1086/jls.1998.27.issue-s2>.

3.3. — Documents de travail

Crawford, David et Bridget da Silva. « Formules de rémunération fondée sur des actions autres que les options sur actions » (2014) Comptables agréés professionnels du Canada Document de travail, en ligne : <https://www.cpacanada.ca/fr/ressources-en-

comptabilite-et-en-affaires/information-financiere-et-non-financiere/rapport-de-gestion-et-autres-rapports-financiers/publications/remuneration-fondee-sur-des-actions-formules-possibles>.

Crête, Raymonde et Stéphane Rousseau. *Réforme de la Loi sur les compagnies* (18 avril 2008), en ligne : Ministère des finances du Québec <www.finances.gouv.qc.ca/documents/Autres/fr/AUTFR_LCQ-24-ULaval.pdf>.

Rao, P. Someshwar et Clifton R. Lee-Sing. « Les structures de régie, la prise de décision et le rendement des entreprises en Amérique du nord » (mars 1996) Industrie Canada Document de travail No 7, en ligne : <publications.gc.ca/collections/Collection/C21-24-7-1996F.pdf>.

Villeval, Marie-Claire et Thierry Kirat. « Chapitre 3 – L'insaisissable entreprise de l'économie et du droit. Débats autour de l'entreprise, du contrat, de l'institution » dans *Entreprise, institution et société* (juillet 1995) Direction de l'Animation de la Recherche des Etudes et des Statistiques du Ministère du Travail Document de travail DARES/ MARI JS/ 80-95.

3.4. — Monographies

Allaire, Yvan et Mihaela Firsirotu. *Plaidoyer pour un nouveau capitalisme : sur les causes profondes des crises financières et sur les moyens d'en sortir*, Montréal, Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques, 2010.

Alvarez, José Luis et Silviya Svejenova. *Sharing Executive Power: Roles and Relationships at the Top*, Cambridge, Cambridge University Press, 2005.

Anquetil, Alain. *Éthique des affaires*, Que sais-je, Paris, Vrin, 2008.

Applbaum, Arthur Isak. *Ethics for Adversaries*, Princetown, Princeton University Press, 1999.

Appollodore. *La Bibliothèque*, traduit par Jean-Claude Carrière et Bertrand Massonie, Besançon, Presses Universitaires de Franche-Comté, 1991.

Argyris, Chris. *Understanding Organizational Behavior*, Homewood, Dorsey Press, 1960.

Arrow, Kenneth J. *Social Choice and Individual Value*, 2e éd, New York, Wiley and Sons, 1963.

Arrow, Kenneth J. *The Economics of Agency*, Technical Report No 451, A Report of the Center for Research on Organizational Efficiency, Standford, University of California, 1984.

Axelrod, Robert. *The Evolution of Cooperation*, New York, Basic Books, 1984.

Bailly, Anatole. *Dictionnaire Grec-Français*, Paris, Hachette, 1935.

Bainbridge, Stephen M. *Corporation Law and Economics*, New York, Foundation Press, 2002.

Bainbridge, Stephen M. *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, New York, Oxford University Press, 2008.

Bainbridge, Stephen M. *Corporate Governance after the Financial Crisis*, New York, Oxford University Press, 2012.

Baker, George P. et Georges David Smith. *The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value,* New York, Cambridge University Press, 1998.

Baudouin, Jean-Louis, Patrice Deslauriers et Benoît Moore. *La responsabilité civile*, 8e éd, vol 1, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2014.

Baudry, Bernard. *Économie de la firme*, Paris, La Découverte, 2003.

Baudry, Bernard et Virgile Chassagnon. *Les théories économiques de l'entreprise*, Paris, La Découverte, 2014.

Baumol, William J., Alan S. Blinder et Edward N. Wolff. *Downsizing in America: Reality, Causes, and Consequences*, New York, Russell Sage Foundation, 2003.

Bebchuk, Lucian et Jessie Fried. *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004.

Becker, Gary S. *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education*, 2e éd, Chicago, University of Chicago Press, 1975.

Berle, Adolf A. et Gardiner C. Means. *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1932.

Blair, Margaret M. *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century*, Washington, Brookings Institution, 1995.

Boatright, John R. *Ethics in Finance*, 3e éd, Malden, Wiley Blackwell, 2014.

Boatright, John R. *Ethics in Finance*, Oxford, Blackwell, 1999.

Bonfils, Sébastien. *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, Paris, LGDJ, 2005.

Bonnafous-Boucher, Maria et Jacob Dahl Rendtorff. *La théorie des parties prenantes*, Paris, La Découverte, 2014.

Boulton, David. *The Grease Machine*, New York, Harper and Row, 1978.

Bowie, Norman E. *Business Ethics in the 21st Century*, New York, Springer, 2013.

Boyle, A. J. *Minority Shareholders' Remedies*, Cambridge Studies in Corporate Law, Cambridge, Cambridge University Press, 2004.

Brandeis, Louis D. *Other People's Money and How The Bankers Use It*, New York, Frederick A. Stokes Company, 1912.

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers et Franklin Allen. *Principles of Corporate Finance*, New York, McGraw-Hill/Irwin, 1980.

Burt, Ronald S. *Corporate Profits and Cooptation: Networks of Market Constraints and Directorate Ties in the American Economy*, New York, Academic Press, 1983.

Canto-Sperber, Monique et Ruwen Ogien. *Philosophie morale*, 4e éd, Que sais-je, Paris, Vrin, 2017.

Cardot, Fabienne. *L'éthique d'entreprise*, Paris, Presses universitaire de France, 2006.

Carroll, Archie B. et Ann K. Buchholtz. *Business and Society: Ethics and Stakeholder Management*, 4e éd, Cincinnati, South-Western, 2000.

Cartwright, John. *Contract Law: An Introduction to the English Law of Contract for the Civil Lawyer*, 2e éd, Oxford, Hart Publishing, 2013.

Casson, Mark. *The Economics of Business Culture: Game Theory, Transaction Costs and Economic Performance*, Oxford, Clarendon Press, 1991.

Chabaud, Didier. *Les grands auteurs en économie des organisations*, Cormelles-le-Royal, Éditions EMS, 2008.

Champetier, Anne-Laure de Ribes-Justeau. *Les abus de majorité, de minorité et d'égalité : Étude comparative des droits français et américain des sociétés*, Paris, Dalloz, 2010.

Chandler, Alfred D. *The Visible Hand: Managerial Revolution in American Business*,

Cambridge, Harvard University Press, 1977.

Charreaux, Gérard. *Le Gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*, Paris, Economica, 1997.

Charreaux, Gérard et Jean-Pierre Pitol. *Le conseil d'administration*, Paris, Vuibert, 1990.

Chaudey, Magali. *Analyse économique de la firme*, Paris, Armand Colin, 2014.

Clark, Robert C. *Corporate Law*, Boston, Little Brown and Co, 1986.

Clarke, Thomas. *International Corporate Governance – A Comparative Approach*, London, Routledge, 2007.

Coleman, James S. *Foundations of Social Theory*, Cambridge, Harvard University Press, 1994.

Coriat, Benjamin et Olivier Weinstein. *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Paris, Librairie générale française, 1995.

Cressey, Donald R. *Delinquency, Crime and Differential Association*, La Hague, Martinus Nijhoff, 1964.

Crête, Raymonde. *The Proxy System in Canadian Corporations — A Critical Analysis*, Montréal, Wilson & Lafleur, 1986.

Crête, Raymonde et Stéphane Rousseau. *Droit des sociétés par actions*, 3e éd, Montréal, Thémis, 2011.

Cyert, Richard M. et James G. March. *A Behavioral Theory of the Firm*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1963.

Demb, Ada et F.-Friedrich Neubauer. *The Corporate Board: Confronting the Paradoxes*, New York, Oxford University Press, 1992.

Demogue, René. *Traité des obligations en général*, tome 6, Paris, Libraire Arthur Rousseau, 1931.

Demsetz, Harold. *The Economics of the Business Firm: Seven Critical Commentaries*, Cambridge, Cambridge University Press, 1997.

Dickerson, Robert W. V., John L. Howard et Leon Getz. *Propositions pour un nouveau droit des corporations commerciales canadiennes (« Rapport Dickerson »)*, vol 1-2, Ottawa, Information Canada, 1971.

Diodore de Sicile. *Bilbiothèque historique*, tome 1, traduit par Ferdinand Hoefer, Paris, Charpentier, 1846, en ligne : <http://gallica.bnf.fr/ark:/12148/bpt6k54537384>.

Donaldson, Thomas. *Corporations and Morality*, Englewood Cliffs, Prentice Hall, 1982.

Dorval, Thierry. *Governance of Publicly Listed Corporations*, LexisNexis Canada, Toronto, 2005.

Durant, Paul. *Traité de droit du travail. Tome 1*, Paris, Dalloz, 1947.

Easterbrook, Frank H. et Daniel R. Fischel. *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991.

Eisenberg, Melvin A. *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, Toronto, Little Brown and Co, 1976.

Ellickson, Robert C. *Order Without Law: How Neighbors Settle Disputes*, Cambridge, Harvard University Press, 1991.

Elster, Jon et Michael S. McPherson. *The Cement of Society: A Study of Social Order (Studies in Rationality and Social Change)*, New York, Cambridge University Press, 1989.

Faulkner, David O. *Strategy. Critical Perspectives on Business and Management*, vol 4, New York, Routledge, 2002.

Finn, Paul D. *Fiduciary Obligations*, Sydney, Law Book Co, 1977.

Fisse, Brent et John Braithwaite. *The Impact of Publicity on Corporate Offenders*, Albany, State University of New York Press, 1983.

Flingstein, Neil. *The Transformation of Corporate Control*, Cambridge, Harvard University Press, 1990.

Forbes, J. Benjamin et James E. Piercy. *Corporate Mobility and Paths to the Top Studies for Human Resource and Development Specialists*, New York, Quorum Books, 1991.

Frank, Robert H. *Microeconomics and Behavior*, New York, McGraw-Hill, 2008.

Frankel, Tamar. *Trust and Honesty: America's Business Culture at a Crossroad*, Oxford University Press, New York, 2006.

Freeman, R. Edward. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman, 1984.

Freeman, R. Edward, Jeffrey S. Harrison, Andrew C. Wicks, Bidhan L. Parmar et Simone de Colle. *Stakeholder Theory: The State of the Art*, Cambridge, Cambridge University Press, 2010.

Fukuyama, Francis. *Trust: The Social Virtues and The Creation of Prosperity*, New York, Free Press, 1996.

Gabrié, Hubert et Jean-Louis Jacquier. *La théorie moderne de l'entreprise : l'approche institutionnelle*, Paris, Economica, 1994.

Gillman, Howard et Mark A. Graber. *The Complete American Constitutionalism: Introduction and the Colonial Era*, New York, Oxford University Press, 2015.

Gordon, Jeffrey N. et Wolf-Georg Ringe, dir. *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, Oxford, Oxford University Press, 2015.

Hackman, J. Richard. *Groups that Work (and those that Don't): Creating Conditions for Effective Teamwork*, San Francisco, Jossey-Bass, 1990.

Hansmann, Henry. *The Ownership of Enterprise*, Cambridge, Harvard University Press, 1996.

Hamilton, Edith. *Mythology: Timeless Tales of Gods and Heroes*, New York, Litte, Brown and Company, 1998.

Hamilton, Edith. *La mythologie : ses dieux, ses héros, ses légendes*, traduit par Abeth de Beughem, Alleur, Marabout, 2013.

Hardin, Russell. *Trust and Trustworthiness*, New York, Russell Sage Foundation, 2002.

Hart, Herbert Lionel Adolphus. *Le concept de droit*, traduit par Michel van de Kerchove avec la collaboration de Joëlle van Drooghenbroeck et Raphaël Célis, Bruxelles, Facultés universitaires Saint-Louis, 1976.

Hart, Oliver. *Firms, Contracts and Financial Structure*, New York, Oxford University Press, 1995.

Hawley, James P. et Andrew Williams. *The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, Philadelphia, University of Pennsylvania Press, 2011.

Heath, Joseph. *Morality, Competition, and the Firm: The Market Failures Approach to Business Ethics*, New York, Oxford University Press, 2014.

Heath, Joseph. *La société efficiente. Pourquoi fait-il si bon vivre au Canada ?*, traduit par Jean Chapdelaine Gagnon, Montréal, Les Presses de l'Université de Montréal, 2002.

Herzberg, Frederick, Bernard Mausner et Barbara Bloch Snyderman. *The Motivation to Work*, New York, Wiley, 1959.

Hill, Jennifer G. et Randall S. Thomas, dir. *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015.

Iacobucci, Edward et Michael J. Trebilcock. *Value For Money: Executive Compensation in the 1990s*, Toronto, C.D. Howe Institut, 1996.

Iacobucci, Frank, Marilyn L. Pilkington et J. Robert S. Prichard. *Canadian Business Corporations: An Analysis of Recent Legislative Developments*, Agincourt, Canada Law Book, 1977.

Ireland, Alleyne. *Joseph Pulitzer: Reminiscences of a Secretary*, New York, M. Kennerly, 1920.

Joffe, Victor, David Drake, Giles Richardson, Tim Collingwood et Daniel Lightman. *Minority Shareholders: Law, Practice and Procedure*, 4e éd, New York, Oxford University Press, 2011.

Jonas, Hans. *Le principe de responsabilité*, Flammarion, Paris, 1988.

Kakabadse, Andrew et Nada Kakabadse. *The Geopolitics of Governance. The Impact of Contrasting Philosophies*, New York, Palgrave, 2001.

Kaliski, Burton S. *Encyclopedia of Business and Finance*, 2e éd, Detroit, MacMillan, 2007.

Kaplan, Robert S. et Anthony A. Atkinson. *Advanced Management Accounting*, 3e éd, New Jersey, Prentice Hall, 1998.

Kaplan, Robert S. et David P. Norton. *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, Boston, Harvard Business School Press, 1996.

Kaplan, Robert S. et David P. Norton. *The Strategy-Focused Organization: How Balanced Scorecard Companies Thrive in the New Business Environment*, Boston, Harvard Business School Press, 2000.

Knepper, William E. *Liability of Corporate Officiers and Directors*, 3e éd, Indianapolis, Allen Smith, 1978.

Knight, Frank H. *Risk, Uncertainty and Profit*, New York, Augustus M. Kelley, 1964.

Koslowski, Peter. *Principes d'économie éthique*, collection Passages, Paris, Éditions du Cerf, 1998.

Kraakman, Reiner, John Armour, Paul Davies et al, dir. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2e éd, New York, Oxford University Press, 2009.

Kramer, Roderick M. et Tom R. Tyler. *Trust in Organizations: Frontiers of Theory and Research*, Thousand Oaks, Sage, 1996.

Kwaw, Edmund M. A. *The Law of Corporate Finance in Canada*, Markham, Butterworths, 1997.

Laffont, Jean-Jacques et David Martimont. *The Theory of Incentives: the Principal-agent Model*, Princeton, Princeton University Press, 2002.

Larker, David et Brian Tayan. *Corporate Governance Matters: A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences*, 2 éd, Old Tappan, Paul Bogger, 2016.

Lawrence, Allan F. *Interim Report of the Select Committee on Company Law*, Toronto, Queen's

Printer, 1967.

Lencioni, Patrick. *The Five Dysfunctions of a Team: A Leadership Fable*, San Francisco, Jossey-Bass, 2002.

Levinson, Harry, Charlton R. Price, Kenneth J. Munden, Harold J. Mandl, Charles M. Solley. *Men, Management, and Mental Health*, Cambridge, Harvard University Press, 1962.

Long, Richard J. *Strategic Compensation in Canada*, 3e éd, Toronto, Thomson Nelson, 2006.

Lorsch, Jay W. *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Boston, Harvard Business School Press, 1989.

Mace, Myles L. *Directors: Myth and Reality*, Boston, Harvard Business School Press, 1971.

Macey, Jonathan R. *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, Princeton, Princeton University Press, 2008.

Mackaay, Ejan et Stéphane Rousseau. *Analyse économique du droit*, 2e éd, Paris, Dalloz, 2008.

Maddaugh, Peter D. et John D. McCamus. *The Law of Restitution*, 2e éd, Aurora, Canada Law Book, 1990.

Mancur, Olson. *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, 2e éd, Cambridge, Harvard University Press, 1971.

Markham, Jerry W. *A Financial History of Modern U.S. Corporate Scandals: From Enron to Reform*, New York, M.E. Sharpe, 2006.

Marshall, Alfred. *Principles of Economics*, New York, MacMillan, 1890.

Martel, Maurice et Paul Martel. *La compagnie au Québec. Les aspects juridiques*, vol 1, Montréal, Wilson & Lafleur, 2010.

Martel, Paul. *La société par actions au Québec. Les aspects juridiques*, vol 1, Montréal, Wilson & Lafleur, 2018.

Masten, Cornelius Arthur et William Kaspar Fraser. *Company Law of Canada*, 4e éd, Toronto, Carlswell, 1941.

McGowan, G. et C. Bowie. *Change of Control: Triggers and Parachutes*, collection Executive Compensation Reports, Vancouver, D. P. Publications Co, 1995.

McGuinness, Kevin P. *The Law and Practice of Canadian Business Corporations*, Toronto, Butterworth, 1999.

McGuinness, Kevin P. *Canadian Business Corporations Law*, 2e éd, Toronto, LexisNexis, 2007.

Meade, James Edward. *The Theory of Economic Externalities. The Control of Environmental Pollution and Similar Social Costs*, Genève, Institut Universitaire des Hautes Études Internationales, 1973.

Milgram, Stanley. *Obedience to Authority: An Experimental View*, New York, Harper and Row, 1974.

Milgrom, Paul et John Roberts. *Economics Organization and Management*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1992.

Milgrom, Paul et John Roberts. *Économie, organisation et management*, traduit par Bernard Ruffieux, Paris, De Boek Supérieur, 1997.

Mintzberg, Henry. *Le pouvoir dans les organisations*, 2e éd, Paris, Éditions d'organisation, 2003.

Mitchell, Lawrence E. *Progressive Corporate Law*, Boulder, Westview Press, 1995.

Mitchell, Lawrence E. *Corporate Irresponsibility: America's Newest Export*, New Haven, Yale University Press, 2001.

Mondy, R. Wayne et Joseph J. Martocchio. *Human Resource Management*, 14e éd, New York, Pearson, 2016.

Monks, Robert A. G. et Nell Minow. *Watching the Watchers: Corporate Goverance for the 21st Century*, Cambridge, Blackwell Publishers, 1996.

Monks, Robert A. G. et Nell Minow. *Corporate Governance*, 5e éd, Chichester, John Wiley & Sons, 2011.

Moore, Mark T. *Corporate Governance in the Shadow of the State*, Oxford, Hart Publishing, 2013.

Morin, Michel, Marie-Claire Cordonnier Segger, Fabien Gélinas et Markus Gerhing, dir. *Responsabilité, Fraternité et Développement Durable en Droit en mémoire de l'Honorable Charles Doherty Gonthier*, Markham, LexisNexis, 2012.

Nader, Ralph, Mark J. Green et Joel Seligman. *Taming the Giant Corporation*, New York, W. W. Norton & Company, 1977.

Nadler, David A., Beverly A. Behan et Mark B. Nadler. *Building Better Boards: A Blueprint for Effective Governance*, San Francisco, Jossey-Bass, 2005.

Nelson, Richard et Sidney Winter. *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge, Belknap Press of Harvard University Press, 1982.

Nofsinger, John et Kenneth A. Kim. *Infectious Greed: Restoring Confidence in America's Companies*, Upper Saddle River, Prentice Hall, 2003.

North, Douglass C. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge, Cambridge University Press, 1990, DOI : <https://doi-org.proxy3.library.mcgill.ca/10.1017/CBO9780511808678>.

Osterman, Paul. *Securing Prosperity. The American Labor Market: How It Has Changed and What to Do about It*, Princeton, Princeton University Press, 1999.

Penrose, Edith T. *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford, Blackwell, 1959.

Penrose, Edith T. *The Theory of the Growth of the Firm*, 4e éd, New York, Oxford University Press, 2009.

Peterson, Denis H., *Shareholder Remedies in Canada*, Toronto, Butterworths, 1989.

Peterson, Dennis H. et Matthew J. Cumming. *Shareholder Remedies in Canada*, 2e éd, Toronto, LexisNexis, 2009.

Pfeffer, Jeffrey et Gerald Salancik. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Stanford, Stanford University Press, 2003.

Pigou, Arthur C. *Wealth and Welfare*, Londres, Macmillan Company, 1912.

Pigou, Arthur C. *The Economics of Welfare*, New York, MacMillan, 1920.

Plane, Jean-Michel. *Théorie des Organisations*, 3e éd, Paris, Dunod, 2008.

Posner, Eric A. *Law And Social Norms*, Cambridge, Harvard University Press, 2000.

Posner, Richard A. *Economic Analysis of Law*, 3e éd, Toronto, Little, Brown and Company, 1986.

Rajko, Alexander. *Behavioural Economics and Business Ethics: Interrelations and Applications*, New York, Routledge, 2012.

Rasmusen, Éric. *Jeux et information : Introduction à la théorie des jeux*, 3e éd, Bruxelles, De Boeck, 2004.

Reiter, Barry J. *Directors' Duties in Canada*, 3e éd, Toronto, CCH Canadian Limited, 2006.

Renard, Georges. *La théorie de l'institution : essai d'ontologie juridique*, Paris, Recueil Sirey, 1930.

Renard, Georges. *La philosophie de l'institution*, Paris, Recueil Sirey, 1939.

Rich, Arthur. *Éthique économique*, collection Le champ éthique, Genève, Labor et Fides, 1994.

Ricœur, Paul. *Philosophie de la volonté. Le volontaire et l'involontaire*, Tome 1, Paris, Aubier, 1949.

Ripert, Georges. *Aspect juridique du capitalisme moderne*, 2e éd, Paris, LGDJ, 1951.

Romano, Santi. *L'ordre juridique*, 2e éd, Paris, Dalloz, 1975.

Rotman, Leonard I. *Fiduciary Law*, Toronto, Thompson Carswell, 2005.

Rouleau, Linda. *Théories des organisations : approches classiques, contemporaines et de l'avant-garde*, Québec, Presses de l'Université du Québec, 2007.

Rousseau, Denise M. *Psychological Contracts in Organizations: Understanding Written and Unwritten Agreements*, Sage Publications, Thousand Oaks, 1995.

Rousseau, Stéphane. *Législation en valeurs mobilières annotée. Lois, règlements et normes 2016-2017*, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2016.

Schmidt, Dominique. *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, 2e éd, Paris, Joly éditions, 2004.

Shipman, Alan. *The Market Revolution and Its Limits: A Price for Everything*, London, Routledge, 1999.

Simon, Herbert A. *Reason in Human Affairs*, Stanford, Stanford University Press, 1983.

Smith, Adam. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Londres, Methuen & Co Ltd, 1904, en ligne : <http://www.econlib.org/library/Smith/smWN.html>.

Solomon, Lewis D., Donald E. Schwartz et Jeffrey D. Bauman. *Corporations, Law and Policy: Materials and Problems*, 2e éd, St Paul, West Publishing Company, 1988.

Spulber, Daniel F. *The Theory of the Firm: Microeconomics with Endogenous Entrepreneurs, Firms, Markets, and Organizations*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009.

Steiner, Ivan Dale. *Group Processes and Productivity*, New York, Academic Press, 1972.

Stiles, Philip et Bernard Taylor. *Boards at Work: How Directors View their Roles and Responsibilities*, New York, Oxford University Press, 2001.

Talbot, Lorraine. *Progressive Corporate Governance for the 21st Century*, New York, Routledge, 2012.

Taleb, Nicholas Nassim. *Le Lit de Procuste. Aphorismes philosophiques et pratiques*, Paris, Les Belles Lettres, 2011.

Tirole, Jean. *The Theory of Industrial Organization*, Cambridge, The MIT Press, 1988.

Tirole, Jean. *The Theory of Corporate Finance*, Princeton, Princeton University Press, 2006.

Todeva, Emanuela. *Business Networks: Strategy and Stucture*, New York, Routledge, 2006.

Useem, Michael. *Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization*, Cambridge, Harvard University Press, 1993.

Van Ryn, Jean. *Principes de droit commercial*, Bruxelles, Bruylant, 1954.

Vancil, Richard E. *Passing the Baton: Managing the Process of CEO Succession*, Cambridge, Harvard University Press, 1987.

Venkatasubramanian, Venkat. *How Much Inequality Is Fair?: Mathematical Principles of a Moral, Optimal, and Stable Capitalist Society*, New York, Columbia University Press, 2017, DOI : <10.7312/venk18072>.

Vinter, Ernest. *A Treatise on the History and Law of Fiduciary Relationship and Resulting Trusts: Together with a Selection of Selected Cases*, 3e éd, Cambridge, W. Heffer & Sons, 1955.

Waters, Donovan W. M. *Law of Trusts in Canada*, 2e éd, Toronto, Carswell, 1984.

Weber, Luc. *L'État, acteur économique. Analyse économique du rôle de l'État*, 3e éd, Paris, Economica, 1997.

Weiss, Joseph W. *Business Ethics: A Stakeholder and Issues Management Approach*, 5e éd, Mason, South-Western, 2008.

Welling, Bruce. *Corporate Law in Canada. The Governing Principles*, 3e éd, London, Scribblers Publishing, 2006.

Williamson, Oliver E. *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrusts Implications. A Study in the Economics of Internal Organization*, New York, Free Press, 1975.

Williamson, Oliver E. *The Mechanism of Governance*, New York, Oxford University Press, 1996.

Williamson, Oliver E. *The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, Free Press, 1998.

Xenophon. *Memorabilia. Oeconomicus. Symposium. Apology*, vol 4, traduit par E. C. Marchant et O. J. Todd, Cambridge, Harvard University Press, 1923.

3.5. — Notes

« Developments in the Law: Corporate Crime: Regulating Corporate Behavior Through Criminal Sanctions », Note, (1979) 92 *Harvard Law Review* 1227.

3.6. — Articles dans les ouvrages collectifs

Alchian, Armen A. et Reuben A. Kessel. « Competition, Monopoly, and the Pursuit of Pecuniary Money » dans National Bureau of Economic Research, *Aspects of Labor Economics*, Princeton, Princeton University Press, 1962, 157.

Appelbaum, Eileen et Peter Berg. « Financial Market Constraints and Business Strategy in the U.S. » dans Jonathan Michie et John Grieve Smith, dir, *Creating Industrial Capacity: Towards Full Employment*, Oxford, Oxford University Press, 1996, 193.

Armour, John, Henry Hansmann et Reinier Kraakman. « Agency Problems and Legal Strategies » dans Reinier Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2e éd, New York, Oxford University Press, 2009, 35.

Armour, John, Henry Hansmann, Reinier Kraakman et Mariana Pargendler. « What Is Corporate

Law? » dans Reinier Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3e éd, New York, Oxford University Press, 2017, 1.

Arrow, Kenneth J. « The Property Rights Doctrine and Demand Revelation under Incomplete Information » dans Michael J. Boskin, dir, *Economics and Human Welfare: Essays in Honour of Tibor Scitovski*, New York, Academic Press, 1979, 23.

Arrow, Kenneth J. « The Economics of Agency » dans John W. Pratt et Richard Zeckhauser, dir, *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, Harvard Business School Press, 1985, 37.

Beck, Stanley M. « An analysis of Foss v. Hardbottle » dans Jacob S. Ziegel, dir, *Studies in Canadian Company Law*, vol 1, Toronto, Butterworth, 1967, 545.

Beck, Stanley M. « Minority Shareholders' Rights in the 1980s » dans Don Mills, dir, *Special Lectures of the Law Society of Upper Canada, Corporate Law in the 80's*, Ontario, DeBoo, 1982, 311.

Birks, Peter. « The New Equity and the Need for Certainty » dans Frank E. McArdle, dir, *The Cambridge Lectures 1987*, Montréal, Editions Yvon Blais, 1989, 309.

Boatright, John R. « Executive Compensation: Unjust or Just Right? » dans George G. Brenkert et Tom L. Beauchamp, dir, *The Oxford Handbook of Business Ethics*, Oxford, Oxford University Press, 2010, 161.

Brisson, Jean-Maurice et André Morel. « Droit fédéral et droit civil : complémentarité, dissociation » dans *L'harmonisation de la législation fédérale avec le droit civil québécois et le bijuridisme canadien. Recueil d'études*, Ottawa, Ministère de la justice du Canada, 1997, 213.

Bromiley Philipp et Larry L. Cummings. « Transaction Costs in Organizations with Trust » dans Roy J. Lewicki, Robert J. Bies et Blair H. Sheppard, dir, *Research on Negotiation in Organizations*, vol 5, Greenwich, JAI Press, 1996, 219.

Brousseau, Éric et M'hand Fares. « Incomplete Contract Theory and New Institutional Economics Approaches to Contracts: Substitutes or Complements » dans Claude Ménard, dir, *Institutions, Contracts, and Organizations: Perspectives from New Institutional Economics*, Aldershot, Edward Elgar, 2000, 399.

Buchanan, James M. « Rent Seeking and Profit Seeking » dans James Buchanan, Gordon Tullock et Robert Tollison, dir, *Toward a Theory of the Rent-Seeking Society*, College Station, Texas A&M University, 1980, 1.

Burke, Jenna et Cynthia Clark. « Boards and Shareholders: Bridging the Divide » dans Maria Goranova et Lori Verstegen Ryan, dir, *Shareholder Empowerment: A New Era in Corporate Governance*, New York, Palgrave Macmillan, 2015, 137.

Charreaux, Gérard. « Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise » dans Gérard Charreaux, dir, *Le Gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*, Paris, Economica, 1997, 141.

Charreaux, Gérard et Jean-Pierre Pitol-Belin. « La théorie contractuelle des organisations : une application au conseil d'administration » dans Gérard Charreaux, dir, *Le Gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*, Paris, Economica, 1997, 165.

Charreaux, Gérard. « Vers une théorie du gouvernement des entreprises » dans Gérard Charreaux, dir, *Le Gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et*

faits, Paris, Economica, 1997, 421.

Charreaux, Gérard. « Jensen : la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la gouvernance des organisations » dans Didier Chabaud, Jean-Michel Glachant, Claude Parthenay et al, dir, *Les grands auteurs en économie des organisations*, Cormelles-Le-Royal, Éditions EMS, 2008.

Clark, Robert C. « Agency Cost versus Fiduciary Duties » dans John W. Pratt et Richard Zeckhauser, dir, *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston, Harvard Business School Press, 1985, 55.

Creed, W. E. Douglas et Raymond E. Miles. « Trust in Organizations: A Conceptual Framework Linking Organizational Forms, Managerial Philosophies, and the Opportunity Costs of Controls » dans Roderick M. Kramer et Tom R. Tyler, dir, *Trust in Organizations: Frontiers of Theory and Research*, Thousands Oaks, Sage, 1996, 16.

Crête, Raymonde, Philippe D'Anjou et Martin Côté. « Redressement en cas d'abus ou d'iniquité » dans JurisClasseur Québec, coll Droit des affaires, *Droit des sociétés*, fasc 14, Lexis Nexis (QL) au para 73.

Crête, Raymonde, Geneviève Brisson, Mario Naccarato et Marc Lacoursière. « La prévention dans la distribution de services de placement » dans Raymonde Crête et al, dir, *La confiance au cœur de l'industrie des services financiers*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2009.

Dasgupta, Partha. « Trust as a Commodity » dans Diego Gambetta, dir, *Trust: Making and Breaking Cooperative Relations*, Cambridge, Basil Blackwell, 1988, 49.

Davies, Paul L. « Shareholders in the United Kingdom » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 355.

Deakin, Simon et Frank Wilkinson. « Cooperation. Contract Law and Economic Performance » dans Ian Jones et Michael Pollitt, dir, *The Role of Business Ethics in Economic Performance*, New York, St. Martin's Press, 1998, 49.

Dees, Gregory. « Principals, Agents and Ethics » dans Norman E. Bowie et R. Edward Freeman, dir, *Ethics and Agency Theory*, Oxford, Oxford University Press, 1992, 25.

Dosi, Giovanni et Luigi Marengo. « Some Elements of an Evolutionary Theory of Organizational Competencies » dans Nicolai J. Foss, dir, *The Theory of the Firm: Critical Perspectives on Business and Management*, vol 4, New York, Routledge, 2000, 50.

Dosi, Giovanni et David J. Teece. « Organizational Competencies and the Boundaries of the Firm » dans Richard Arena et Christian Longhi, dir, *Markets and Organizations*, New York, Springer, 2017, 281.

Dunlavy, Colleen A. « From Citizens to Plutocrats: Nineteenth-Century Shareholder Voting Rights and Theories of the Corporation » dans Kenneth Lipartito et David B. Sicilia, dir, *Constructing Corporate America: History, Politics, Culture*, New York, Oxford University Press, 2004, 66.

Duska, Ronald F. « Why Be a Loyal Agent? A Systemic Ethical Analysis » dans Norman E. Bowie et R. Edward Freeman, dir, *Ethics and Agency Theory: An Introduction*, New York, Oxford University Press, 1992, 143.

Enriques, Luca, Henry Hansmann et Reinier Kraakman. « The Basic Governance Structure: The

Interests of Shareholders as a Class » dans Reiner Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2e éd, New York, Oxford University Press, 2009, 55.

Enriques, Luca, Henry Hansmann et Reinier Kraakman. « The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholders Constituencies » dans Reiner Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2e éd, New York, Oxford University Press, 2009, 89.

Enriques, Luca, Henry Hansmann, et Reinier Kraakman. « The Basic Governance Structure » dans Reinier Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2e éd, New York, Oxford University Press, 2009, 213.

Finn, Paul D. « The Fiduciary Principle » dans Timothy G. Youdan, dir, *Equity, Fiduciaries and Trusts*, Toronto, Carswell, 1989, 1.

Fleurbaey, Marc. « Ethics and Economics » dans Steven N. Durlauf et Lawrence E. Blume, dir, *The New Palgrave Dictionary of Economics*, vol 3, 2e éd, Londres, Palgrave Macmillan, 2008.

Fligstein, Neil et Taek-Jin Shin. « Valeur actionnariale et transformations des industries américaines (1984-2000) » dans Frédéric Lordon, dir, *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme*, Paris, Presses de la Fondation nationale des sciences politiques, 2008, 251.

Foa, Edna B. et Uriel G. Foa. « Resource Theory: Interpersonal Behavior as Exchange » dans Kenneth J. Gergen, Martin S. Greenberg et Richard H. Willis, dir, *Social Exchange: Advances in Theory and Research*, New York, Plenum Press, 1980, 77.

French, Peter A. « Publicity and the Control of Corporate Conduct: Hester Prynne's New Image » dans John Braithwaite, Brent Fisse et Peter A. French, dir, *Corrigible Corporations and Unruly Law*, San Antonio, Trinity University Press, 1985, 159.

Gambetta, Diego. « Can We Trust Trust? » dans Diego Gambetta, dir, *Trust: Making and Breaking Cooperative Relations*, New York, Blackwell, 1988, 213.

Gaudreault-DesBiens, Jean-François. « The Ethos of Canadian Aboriginal Law and the Potential Relevance of Federal Loyalty in a Reconfigured Relationship between Aboriginal and Non-Aboriginal Governments: A Thought Experiment » dans Gislain Otis et Martin Papillon, dir, *Fédéralisme et gouvernance autochtone/Federalism and Aboriginal Governance*, Québec, Presses de l'Université Laval, 2013, 51.

Gilson, Ronald J. et Jeffrey N. Gordon. « Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 32.

Gomez-Mejia, Luis R., George Paulin et Arden Grabke. « Executive Compensation: Research and Practical Implications » dans Gerald R. Ferris et al, dir, *Handbook of Human Resource Management*, Cambridge, Blackwell Publications, 1995, 548.

Good, David. « Indivuduals, Interpersonal Relations, and Trust » dans Diego Gambetta, dir, *Trust: Making and Breaking Cooperative Relations*, Cambrigde, Basil Blackwell, 1988, 31.

Goranova, Maria et Lori Verstegen Ryan. « Shareholder Empowerment: An Introduction » dans Maria Goranova et Lori Verstegen Ryan, dir, *Shareholder Empowerment: A New Era in Corporate Governance*, New York, Palgrave Macmillan, 2015, 1.

Grotino, Frédéric et Jean-François Gaudreault-DesBiens. « La comparaison de l'efficacité des systèmes juridiques et la résilience des canevas de raisonnement : le cas du droit des sociétés par actions » dans Pierre-Emmanuel Moyse, dir, *Quelle performance ? De l'efficacité sociale à l'entreprise citoyenne*, Montréal, Thémis, 2013, 187.

Hall, Steven, Nora McCord et Steven Hall Jr. « The Effective Compensation Committee » dans Richard Leblanc, dir, *The Handbook of Board Governance: A Comprehensive Guide for Public, Private, and Not-for-Profit Board Members*, Hoboken, John Wiley and Sons, 2016, 474.

Hansmann, Henry et Reinier Kraakman. « What Is Corporate Law? » dans Reiner Kraakman et al, dir, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2e éd, New York, Oxford University Press, 2009, 1.

Heath, Joseph. « A Market Failure Approach to Business Ethics » dans Alexander Brink et Jacob Dahl Rendtorff, dir, *Studies in Economic Ethics and Philosophy*, vol 9, Berlin, Springer, 2004, 69.

Hermalin, Benjamin E. « Economics & Corporate Culture » dans Susan Cartwright et al, dir, *The Handbook of Organizational Culture and Climate*, Chichester, John Wiley & Sons, 2001, 217.

Hill, Jennifer G. « Images of the Shareholder—Shareholder Power and Shareholder Powerlessness » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 53.

Ingley, Coral, Morina Rennie, Jens Mueller, D. D. Warrick, Ljiljana Erakovic. « The Social Dimension of Boards' Role in Better Corporate Governance » dans Anabella Davila, Marta M. Elvira, Jacobo Ramirez, Laura Zapata-Cantu, dir, *Understanding Organizations in Complex, Emergent and Uncertain Environments*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2012, 45.

Jackson, Susan E. « Consequences of Group Composition for the Interpersonal Dynamics of Strategic Issue Processing » dans J. Dutton, Anne S. Huff et Paul Shrivastava, dir, *Advances in Strategic Management*, vol 8, Greenwich, JAI Press, 345.

Jensen, Michael C. « The Takeover Controversy; Analysis and Evidence » dans John C. Coffee, Louis Lowenstein et Susan Rose-Ackerman, dir, *Knights, Raiders, and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, New York, Oxford University Press, 1988, 314.

Katelouzou, Dionysia. « Reflections on the Nature of the Public Corporation in an Era of Shareholder Activism and Shareholder Stewardship » dans Barnali Choudhury et Martin Petrin, dir, *Understanding the Company: Corporate Governance and Theory*, Cambridge, Cambridge University Press, 2017, 117, DOI : <10.1017/9781316536384>.

Koslowsky, Peter. « Lignes directrices de l'éthique économique » dans Peter Koslowki, dir, *Éthique économique, entreprise et environnement*, Collection Éthique des affaires, Paris, Éditions Eska, 1998, 1.

Koslowski, Peter. « Some principle of Ethical Economy » dans Christopher Cowton et Michaela Haase, dir, *Trends in Business and Economic Ethics*, Berlin, Springer, 2008, 31.

Koslowski, Peter. « Ethical Economy and Business Ethics: On the Relationships between Ethics and Economics » dans Jacob Dahl Rendtorff, dir, *Power and Principles in the Market Place. On Ethics and Economics*, Farnham, Ashgate, 2010, 11.

La Forest, Gérard V. The Honourable Mr. Justice. « Overview of Fiduciary Duties » dans Alan

Macinnes et Barbara M. Hamilton, dir, *Fiduciary Duties: Conflicts of Interest*, Winnipeg, Law Society of Manitoba, Legal Studies Dept, 1993, 1.

Leblanc, Richard. « Director Independence, Competency, and Behavior » dans Richard Leblanc, dir, *The Handbook of Board Governance: A Comprehensive Guide for Public, Private, and Not-for-Profit Board Members*, Hoboken, John Wiley and Sons, 2016, 161.

Luhmann, Niklas. « Familiarity, Confidence, Trust: Problems and Alternatives » dans Diego Gambetta, dir, *Trust: Making and Breaking Cooperative Relations*, Cambrigde, Basil Blackwell, 1988, 94.

MacIntosh, Jeffrey G. « Corporations » dans Society of Upper Canada, *Fiduciary Duties, Special Lectures of the Law Society of Upper Canada*, Scarborough, De Boo, 1990, 189.

MacIntosh, Jeffrey G. et Lawrence P. Schwartz. « Do Institutional and Controlling Shareholders Increase Corporate Value? » dans Ronald J. Daniels et Randall Morck, dir, *Corporate Decision-Making in Canada*, Calgary, University of Calgary Press, 1995, 303.

Maddaugh, Peter D. « Definition of Fiduciary Duty » dans Law Society of Upper Canada, *Fiduciary duties, Special Lectures of the Law Society of Upper Canada*, Scarborough, De Boo, 1990, 1.

Mark, Gregory A. « The Corporate Economy: Ideologies of Regulation and Antitrust, 1920–2000 » dans Michael Grossberg et Christopher Tomlins, dir, *The Cambridge History of Law in America, Volume 3: The Twentieth Century and After (1920-)*, New York, Cambridge University Press, 2008, 613.

Mason, Anthony. « Theme and Prospects » dans Paul D. Finn, dir, *Essays in Equity*, Sydney, Law Book Co, 1985, 242.

Marengo, Luigi. « Apprentissage, compétences et coordination dans les organisations » dans Nathalie Lazaric et Jean-Marie Monnier, dir, *Coordination économique et l'apprentissage des firmes*, Paris, Economica, 1995, 38.

Mazeaud, Denis. « Loyauté, solidarité, fraternité : la nouvelle devise contractuelle ? » dans *L'avenir du droit. Mélanges en hommage à François Terré*, Paris, PUF, 1999, 603.

McFarlane Shore, Lynn et Lois E. Tetrick. « The Psychological Contract as an Explanatory Framework in the Employment Relationship » dans Cary L. Cooper et Denise M. Rousseau, dir, *Trends in Organizational Behaviour*, New York, Wiley, 1994, 91.

McKean, Roland N. « Economics of Trust, Altruism, and Corporate Responsibility » dans Edmund S. Phelps, dir, *Altruism, Morality, and Economic Theory*, New York, Russell Sage Foundation, 1975, 29.

McLean Parks, Judi et Faye I. Smith. « Organizational Contracting: A "Rational" Exchange? » dans Jennifer J. Halpern et Robert N. Stern, dir, *Debating Rationality: Non-Rational Elements of Organizational Decision Making*, Ithaca, ILR Press, 1998, 125.

Megarry, Robert E. « Historical Development » dans Law Society of Upper Canada, *Fiduciary duties, Special Lectures of the Law Society of Upper Canada*, Scarborough, De Boo, 1990, 1.

Ménard, Claude. « Inside the Black Box: The Variety of Hierarchical Forms » dans John Groenewegen, dir, *Transaction Cost Economics and Beyond*, Boston, Kluwer Academic Publisher, 1996, 149.

Mercier, Samuel. « La théorie des parties prenantes : une synthèse de la littérature » dans Maria

Bonnafous-Boucher et Yvon Pesqueux, dir, *Décider avec les parties prenantes*, Paris, La Découverte, 2006, 157.

Moore, Marc T. « The De-Privatisation of Anglo-American Corporate Law? » dans Roman Tomasic, dir, *Handbook of Corporate Governance*, New York, Routledge, 2016, 32.

Morck, Randall K., David A. Stangeland et Bernard Yeung. « Inherited Wealth, Corporation Control and Economic Growth: The Canadian Disease? » dans Ronald K. Morck et al, dir, *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press, 2000, 319.

Murphy, Kevin J. « Executive Compensation » dans Orley Ashenfelter et David Card, dir, *Handbook of Labor Economics*, vol 3 part B, New York, Elsevier, 1999, 2485.

Partnoy, Frank. « US Hedge Fund Activism » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 99.

Patry, Michel et Michel Poitevin. « Why Institutional Investors Are Not Better Shareholders » dans Ronald J Daniels et Randall Morck, dir, *Corporate Decision-Making in Canada*, Calgary, University of Calgary Press, 1995, 340.

Rebérioux, Antoine. « La nature institutionnelle de l'entreprise. Confrontation des points de vue juridique et conventionnaliste » dans François Eymard-Duvernay, dir, *L'économie des conventions, méthodes et résultats. Tome 2. Développements*, Paris, La Découverte, 2006, 275.

Rioux, Glenn. « Governance by Boards and Audit Committees » dans Sabri Boubaker et Duc Khuong Nguyen, dir, *Board Directors and Corporate Social Responsibility*, New York, Palgrave Macmillan, 2012, 39.

Rock, Edward. « Institutional Investors in Corporate Governance » dans Jeffrey N. Gordon et Wolf-Georg Ringe, dir, *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, Oxford, Oxford University Press, 2015, DOI : <10.1093/oxfordhb/9780198743682.013.23>.

Roe, Mark J. « The Institutions of Corporate Governance » dans Claude Ménard et Mary M. Shirley, dir, *Handbook of New Institutional Economics*, Berlin, Springer, 2005, 371.

Rosen, Sherwin. « Contracts and the Market for Executives » dans Lars Werin et Hans Wijkander, dir, *Main Currents in Contract Economics*, Oxford, Blackwell, 1992, 181.

Rousseau, Stéphane. « Le droit des sociétés cotées, 15 ans après la loi Sarbanes-Oxley : quel rôle pour les Autorités canadiennes en valeurs mobilières en matière de gouvernance ? » dans Services de la formation continue du Barreau du Québec, *Développements récents en droit des affaires*, vol 435, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2017, 43, EYB2017DEV2529.

Rousseau, Denise M. et Judi McLean Parks. « The Contracts of Individuals and Organizations » dans Larry L. Cummings et Barry M. Staw, dir, *Research in Organizational Behavior*, Greenwich, JAI Press, 1993, 1.

Salancik, Gerald R. « Commitment and the Control of Organizational Behavior and Belief » dans Barry M. Staw et Gerald R. Salancik, dir, *New Directions in Organizational Behavior*, Chicago, St. Clair Press, 1977, 1.

Salter, Malcom S. et Wolf A. Weinhold. « Corporate Takeovers: Financial Boom or Organizational Bust? » dans John C. Coffee, Louis Lowenstein et Susan Rose-Ackerman, dir, *Knights, Raiders, and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, New

York, Oxford University Press, 1988, 135.

Skillen, Anthony. « Sport Is for Losers » dans Mike McNamee et Jim Parry, Ethics and Sport, New York, Routledge, 1998, 169.

Slaght, Ronald G. « Proving a Breach of Fiduciary Duty » dans Society of Upper Canada, *Fiduciary Duties, Special Lectures of the Law Society of Upper Canada*, Scarborough, De Boo, 1990, 37.

Smith, D. Gordon. « The Role of Shareholders in the Modern American Corporation » dans Claire A. Hill et Brett H. McDonnell, dir, *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Northampton, Edward Elgar, 2012, 52.

Smith, Lionel. « North-West Transportation Co. Ltd. v. Beatty » dans C. Mitchell et P. Mitchell, dir, *Landmark Cases in Equity*, Oxford, Hart Publishing, 2012, 393.

Solomon, Robert C. « Business Ethics and Virtue » dans Robert E. Frederick, dir, *A Companion on Business Ethics*, Malden, Blackwell, 1999, 30, DOI : <10.1002/9780470998397>.

Stiglitz, Joseph E. « Principal and Agent (ii) » dans Steven N. Durlauf et Lawrence E. Blume, dir, *The New Palgrave Dictionary of Economics*, vol 6, 2e éd, Londres, Palgrave Macmillan, 2008, 637.

Taub, Jennifer S. « The Sophisticated Investor and the Global Financial Crisis » dans James P. Hawley, Shyam J. Karnath et Andrew T. Williams, dir, *Corporate Governance Failures: The Role of Institutional Investors in the Global Financial Crisis*, Philadelphia, University of Pennsylvania Press, 2011, 188.

Walker, David J. « The Law and Economics of Executive Compensation: Theory and Evidence » dans Claire A. Hill et Brett H. McDonnell, dir, *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Northampton, Edward Elgar, 2012, 232.

Weinstein, Oliver. « The Current State of the Economic Theory of the Firm: Contractual, Competence-Based and Beyond » dans Yuri Biondi, Arnaldo Canziani et Thierry Kirat, dir, *The Firm as an Entity: Implications for Economics, Accounting and the Law*, New York, Routledge, 2007, 21.

Wells, Harwell. « Shareholder Power in America, 1800–2000: A Short History » dans Jennifer G. Hill et Randall S. Thomas, dir, *Research Handbook on Shareholder Power*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2015, 13.

Williams, Cynthia Clark et Lori Verstegen Ryan. « Investors Relations » dans John R. Boatright, dir, *Finance Ethics: Critical Issues in Theory and Practice*, Hoboken, John Wiley & Sons, 2010, 475.

3.7. — Articles dans les périodiques

Aboody, David et Ron Kasznik. « CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures » (2000) 29 *Journal of Accounting and Economics* 73.

Adam, Avshalom M. et Mark S. Schwartz. « Corporate Governance, Ethics, and the Backdating of Stock Options » (2009) 85 *Journal of Business Ethics* 225.

Adams, Renée B., Heitor Almeida et Daniel Ferreira. « Powerful CEOs and their Impact on Corporate Performance » (2005) 18 *The Review of Financial Studies* 1403.

Adams, Renée, Benjamin E. Hermalin et Michael S. Weisbach. « The Role of Boards of

Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey » (2010) 48 *Journal of Economic Literature* 58.

Agrawal, Anup, Jeffrey F. Jaffe et Jonathan M. Karpoff. « Management Turnover and Governance Changes Following the Revelation of Fraud » (1999) 42 *The Journal of Law and Economics* 309.

Agrawal, Anup et Charles R. Knoeber. « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders » (1996) 31 *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 377.

Aguilera Ruth V. et Alvaro Cuervo-Cazurra. « Codes of Good Governance » (2009) 17 *Corporate Governance: An International Review* 376.

Alarie, Benjamin. « Executive Compensation and Tax Policy: Lessons for Canada from the Experience of the United States in the 1990s » (2003) 61 *University of Toronto Faculty of Law Review* 41.

Alchian, Armen A. et Harold Demsetz. « Production, Information Costs and Economic Organization » (1972) 62 *The American Economic Review* 777.

Alchian, Armen A. et Susan Woodward. « Review: The Firm Is Dead; Long Live The Firm a Review of Oliver E. Williamson's The Economic Institutions of Capitalism » (1988) 26 *Journal of Economic Literature* 65.

Alderfer, Clayton P. « The Invisible Director on Corporate Boards » (1986) 64 *Harvard Business Review* 38.

Alexandre, Hervé et Mathieu Paquerot. « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants » (2000) 3 *Finance Contrôle Stratégie* 5.

Alissa, Walid. « Boards' Response to Shareholders' Dissatisfaction: The Case of Shareholders' Say on Pay in the UK » (2015) 24 *European Accounting Review* 727.

Allaire, Yvan et François Dauphin. « The Game of 'Activist' Hedge Funds: Cui bono? » (2016) 13 *International Journal of Disclosure and Governance* 279.

Allen, William T. « Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation » (1992) 14 *Cardozo Law Review* 259.

Amabile, Teresa M. « Motivation and Creativity: Effects of Motivational Orientation on Creative Writers » (1985) 48 *Journal of Personality and Social Psychology* 393.

American Business Association. « Other Constituencies Statutes: Potential for Confusion » (1990) 45 *Business Lawyer* 2253.

Amihud, Yakov et Baruch Lev. « Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers » (1981) 12 *The Bell Journal of Economics* 605.

Amir, Eli et Baruch Lev. « Value-Relevance of Nonfinancial Information: The Wireless Communications Industry » (1996) 22 *Journal of Accounting and Economics* 3.

Anabtawi, Iman. « Some Skepticism About Increasing Shareholder Power » (2006) 53 *University of California Law Review* 561.

Anabtawi, Iman et Lynn Stout. « Fiduciary Duties for Activist Shareholders » (2008) 60 *Stanford Law Review* 1255.

Anand, Anita I. « Is Systemic Risk Relevant to Securities Regulation » (2010) 60 *University of Toronto Law Journal* 941.

Anderson, Allison Grey. «The Disclosure Process in Federal Securities Regulation: A Brief

Review » (1974) 25 *Hastings Law Journal* 311.

Anderson, Alison. « Conflicts of Interest: Efficiency, Fairness and Corporate Structure » (1978) 25 *University of California Law Review* 738.

Anderson, Ronald C. et John M. Bizjak. « An Empirical Examination of the Role of the CEO and the Compensation Committee in Structuring Executive Pay » (2003) 27 *Journal of Banking and Finance* 1323.

Andrade, Gregor, Mark Mitchell et Erik Stafford. « New Evidence and Perspectives on Mergers » (2001) 15 *Journal of Economic Perspectives* 103.

André, Paul et Eduardo Schiehll. « Systèmes de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises » (2004) 7 *Finance Contrôle Stratégie* 165.

André, Paul, Samer Khalil et Michel Magnan. « The Adoption of Deferred Share Unit Plans for Outside Directors and Shareholder Wealth » (2012) 16 *Journal of Management and Governance* 81.

Andrews, Kenneth R. « Director's Responsibility for Corporate Strategy » (1980) 58 *Harvard Business Review* 30.

Aoki, Masahiko. « The Contingent Governance of Teams: Analysis of Institutional Complementarity » (1994) 35 *International Economic Review* 657.

Arcot, Sridhar, Valentina Bruno et Antoine Faure-Grimaud. « Corporate Governance in the UK: Is the Comply or Explain Approach Working? » (2010) 30 *International Review of Law & Economics* 193.

Argyres, Nicholas S. et Julia Porter Liebeskind. « Contractual Commitments, Bargaining Power, and Governance Inseparability: Incorporating History into Transaction Cost Theory » (1999) 24 *The Academy of Management Review* 49.

Arkes, Hal R. et Cindy A. Schipani. « Medical Malpractice v. the Business Judgment Rule: Differences in Hindsight Bias » (1994) 73 *Oregon Law Review* 587.

Armour, John et Michael J. Whincop. « The Proprietary Foundations of Corporate Law » (2007) 27 *Oxford Journal of Legal Studies* 429.

Arya, Avinash et Huey-Lian Sun. « Stock Option Repricing: Heads I Win, Tails You Lose » (2004) 50 *Journal of Business Ethics* 297.

Atanasov, Vladimir, Bernard Black et Conrad S. Ciccotello. « Law and Tunneling » (2011) 37 *Journal of Corporation Law* 1.

Attig, Najah. « Excess Control and the Risk of Corporate Expropriation: Canadian Evidence » (2007) 24 *Canadian Journal of Administrative Sciences* 94.

Awrey, Dan, William Blair et David Kershaw. « Between Law and Markets: Is There a Role for Culture and Ethics in Financial Regulation » (2013) 38 *Delaware Journal of Corporate Law* 191.

Axelrod, Robert. « An Evolutionary Approach to Norms » (1986) 80 *The American Political Science Review* 1095.

Ayres, Ian. « Review: Making a Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel Reviewed Work(s): The Economic Structure of Corporate Law by Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel » (1992) 59 *University of Chicago Law Review* 1391.

Ayres Ian et Robert Gertner. « Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules » (1989) 99 *Yale Law Journal* 87.

Azgad-Tromer, Shlomit. « The Virtuous Corporation: On Corporate Social Motivation and Law » (2017) 19 *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 341.

Baier, Annette. « Trust and Distrust » (1986) 96 *Ethics* 231.

Baker, George P., Michael C. Jensen et Kevin J. Murphy. « Compensation and Incentives: Practice vs. Theory » (1988) 43 *The Journal of Finance* 593.

Baliga, B. Ram, R. Charles Moyer et Ramesh S. Rao. « CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss? » (1996) 17 *Strategic Management Journal* 41.

Bainbridge, Stephen M. « In Defense of The Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply to Professor Green » (1993) 50 *Washington and Lee Law Review* 1423.

Bainbridge, Stephen M. « The Politics of Corporate Governance » (1995) 18 *Harvard Journal of Law and Public Policy* 671.

Bainbridge, Stephen M. « Participatory Management Within a Theory of the Firm » (1998) 21 *The Journal of Corporation Law* 657.

Bainbridge, Stephen M. « The Board of Directors as Nexus of Contracts » (2002) 88 *Iowa Law Review* 1.

Bainbridge, Stephen M. « Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance » (2002) 55 *Vanderbilt Law Review* 1.

Bainbridge, Stephen M. « Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance » (2003) 97 *Northwestern University Law Review* 54.

Bainbridge, Stephen M. « The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine » (2004) 57 *Vanderbilt Law Review* 83.

Bainbridge, Stephen M. « Executive Compensation: Who Decides? » (2005) 83 *Texas Law Review* 1615.

Bainbridge, Stephen M. « Director Primacy and Shareholder Disempowerment » (2006) 119 *Harvard Law Review* 1735.

Bainbridge, Stephen M. « The Case for Limited Shareholder Voting Rights » (2006) 53 *University of California Law Review* 601.

Bainbridge, Stephen M. « Much Ado About Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency » (2007) 1 *Journal of Business and Technology Law* 335.

Bainbridge, Stephen M. « Is 'Say on Pay' Justified? Empirical Evidence Indicates Executives do not have Outsized Control over their Compensation » (2009) 32 *Regulation* 42.

Bainbridge, Stephen M. « Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II » (2011) 95 *Minnesota Law Review* 1779.

Balp, Gaia. « Regulating Proxy Advisors Through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach » (2017) 14 *European Company and Financial Law Review* 1.

Banker, Rajiv D. et Srikant M. Datar. « Sensitivity, Precision, and Linear Aggregation of Signals for Performance Evaluation » (1989) 27 *Journal of Accounting Research* 21.

Banker, Rajiv D., Seok-Young Lee, Gordon Potter et Dhinu Srinivasan. « Contextual Analysis of Performance Impacts of Outcome-Based Incentive Compensation » (1996) 39 *The Academy of Management Journal* 920.

Banker, Rajiv D., Gordon Potter et Dhinu Srinivasan. « An Empirical Investigation of an Incentive Plan That Includes Nonfinancial Performance Measures » (2000) 75 *The Accounting Review* 65.

Banker, Rajiv D., Hsihui Chang et Mina Pizzini. « The Judgmental Effects of Strategy Maps in Balanced Scorecard Performance Evaluations » (2011) 12 *International Journal of Accounting Information Systems* 259.

Barkema, Harry G. et Luis R. Gomez-Mejia. « Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework » (1998) 41 *Academy of Management Journal* 135.

Barney, Jay B. « The Debate between Traditional Management Theory and Organizational Economics: Substantive Differences or Intergroup Conflict? » (1990) 15 *The Academy of Management Review* 382.

Barnhart, Scott W. M. Wayne Marr et Stuart Rosenstein. « Firm Performance and Board Composition: Some New Evidence » (2001) 15 *Managerial and Decision Economics* 329.

Barris, Linda J. « The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay » (1992) 68 *Indiana Law Journal* 59.

Bartlett, Robert P. « Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation » (2006) 54 *University of California Law Review* 37.

Barua, Anitesh, Charles H. Kriebel et Tridas Mukhopadhyay. « Information Technologies and Business Value: An Analytic and Empirical Investigation » (1995) 6 *Information Systems Research* 3.

Basu, Kaushik. « Social Norm and the Law » (1998) 3 *New Pelgrave Encyclopedia of Law and Economics* 476.

Bates, Thomas W., David A. Becher et Michael L. Lemmon. « Board Classification and Managerial Entrenchment: Evidence from the Market for Corporate Control » (2008) 87 *Journal of Financial Economics* 656.

Baums, Theodor et Kenneth E. Scott. « Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany » (2005) 53 *American Journal of Comparative Law* 31.

Baysinger, Barry D. et Henry N. Butler. « Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition » (1985) 1 *Journal of Law, Economics, and Organization* 101.

Baysinger, Barry et Robert E. Hoskisson. « The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy » (1990) 15 *The Academy of Management Review* 72.

Beatty, Randolph P. et Edward J. Zajac. « Managerial Incentives, Monitoring, and Risk Bearing: A Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings » (1994) 39 *Administrative Science Quarterly* 313.

Berthelot, Sylvie, Vanessa Serret, Jessica Sylvain et Michel Coulmont. « Impact of Say on Pay on Executive Compensation of Firms Listed on the Toronto Stock Exchange » (2015) 10 *International Journal of Business and Management* 40.

Bebchuk, Lucian A. « The Case for Shareholder Access to the Ballot » (2003) 59 *The Business Lawyer* 43.

Bebchuk, Lucian Arye. « The Case for Increasing Shareholder Power » (2005) 118 *Harvard Law Review* 833.

Bebchuk, Lucian A. « The Myth of the Shareholder Franchise » (2007) 93 *Virginia Law Review* 675.

Bebchuk, Lucian A. « The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value » (2013) 113 *Columbia Law Review* 1637.

Bebchuk, Lucian Arye et Marcel Kahan. « A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests » (1990) 78 *California Law Review* 1071.

Bebchuk, Lucian Arye et Allen Ferrel. « A New Approach to the Takeover Law and Regulatory Competition » (2001) 87 *Virginia Law Review* 111.

Bebchuk, Lucian Arye, Jesse M. Fried et David L. Walker. « Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation » (2002) 69 *Chicago Law Review* 751.

Bebchuk, Lucian Arye et Christine Jolls. « Managerial Value Diversion and Shareholder Wealth » (2002) 15 *Journal of Law, Economics, and Organization* 487.

Bebchuk, Lucian A. et Assaf Hamdani. « Optimal Defaults for Corporate Law Evolution » (2002) 96 *Northwestern University Law Review* 489.

Bebchuk, Lucian A., John Coates IV et Guhan Subramanian. « The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy » (2002) 54 *Stanford Law Review* 887.

Bebchuk, Lucian A. et Jesse M. Fried. « Executive Compensation as an Agency Problem » (2003) 17 *Journal of Economic Perspectives* 71.

Bebchuk, Lucian A. et Jesse M. Fried. « Pay Without Performance: Overview of the Issues » (2004) 17 *Journal of Applied Corporate Finance* 8.

Bebchuk, Lucian A. et Jesse M. Fried. « Stealth Compensation via Retirement Benefits » (2004) 1 *Berkeley Business Law Journal* 291.

Bebchuk, Lucian et Alma Cohen. « The Costs of Entrenched Boards » (2005) 78 *Journal of Financial Economics* 409.

Bebchuk, Lucian et Yaniv Grinstein. « The Growth of Executive Pay » (2005) 21 *Oxford Review of Economic Policy* 283.

Bebchuk, Lucian Arye, Jesse M. Fried et David I. Walker. « Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation » (2005) 69 *University of Chicago Law Review* 751.

Bebchuk, Lucian, Alma Cohen et Allen Ferrell. « What Matters in Corporate Governance? » (2009) 22 *The Review of Financial Studies* 783.

Bebchuk, Lucian A. et Holger Spamann. « Regulating Bankers' Pay » (2010) 98 *Georgetown Law Journal* 247.

Bebchuk, Lucian A., Alon Brav et Wei Jiang. « The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism » (2015) 115 *Columbia Law Review* 1085.

Becht, Marco, Julian Franks, Colin Mayer et Stefano Rossi. « Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund » (2010) 23 *The Review of Financial Studies* 3093.

Beck, Patricia. « What We Talk about When We Talk about Voting: Efficiency and the Error in Empty Voting » (2016) 21 *Fordham Journal of Corporate and Financial Law* 211.

Becker, Gary S. « Irrational Behavior and Economic Theory » (1962) 70 *Journal of Political*

Economy 1.

Becker, Gary S. « Crime and Punishment: An Economic Approach » (1968) 76 *Journal of Political Economy* 169.

Belinfanti, Tamara C. « The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control » (2009) 14 *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 384.

Belinfanti, Tamara. « Beyond Economics in Pay for Performance » (2012) 41 *Hofstra Law Review* 91.

Belot, François et Édith Ginglinger. « Rendre compte de la rémunération des dirigeants. Qu'attendre du say on pay ? » (2013) 39 *Revue française de gestion* 57.

Ben-Amar, Walid, Nadia Smaili et Eustache Ebondo Wa Mandzila. « Corporate Social Responsibility And The Quality Of Executive Compensation Disclosures » (2014) 30 *The Journal of Applied Business Research* 625.

Ben-Ishai, Stephanie et Poonam Puri. « The Canadian Oppression Remedy Judicially Considered 1995–2001 » (2004) 30 *Queen's Law Journal* 79.

Berle, Adolphe A. « Corporate Powers as Powers in Trust » (1931) 44 *Harvard Law Review* 1049.

Berle, Adolphe A. « For Whom Corporate Managers Are Trustees » (1932) 45 *Harvard Law Review* 1365.

Bernard, Andrew B., Jonathan Eaton, J. Bradford Jensen et Samuel Kortum. « Plants and Productivity in International Trade » (2003) 93 *American Economic Review* 1268.

Bernheim, B. Douglas et Michael D. Whinston. « Incomplete Contracts and Strategic Ambiguity » (1998) 88 *The American Economic Review* 902.

Bernstein, Lisa. « Opting Out of the Legal System: Extralegal Contractual Relations in the Diamond Industry » (1992) 21 *The Journal of Legal Studies* 115.

Bertrand, Élodie. « La thèse d'efficience du "théorème de Coase". Quelle critique de la microéconomie ? » (2006) 57 *Revue économique* 983.

Bertrand, Marianne et Sendhil Mullainathan. « Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are » (2001) 16 *Quarterly Journal of Economics* 901.

Bhagat, Sanjai, John Bizjak et Jeffrey L. Coles. « The Shareholder Wealth Implications of Corporate Lawsuits » (1998) 27 *Financial Management* 5.

Bhagat, Sanjai et Bernard Black. « The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance » (1999) 54 *Business Lawyer* 921.

Bhagat, Sanjai et Bernard Black. « The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance » (2002) 27 *The Journal of Corporation Law* 231.

Bhagat, Sanjai, Brian Bolton et Roberta Romano. « The Promise and Peril of Corporate Governance Indices » (2008) 108 *Columbia Law Review* 1803.

Bhagat, Sanjai et Brian Bolton. « Director Ownership, Governance, and Performance » (2013) 48 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 105.

Bharadwaj, Krishna. « Marshall on Pigou's Wealth and Welfare » (1972) 39 *Economica* 32.

Bicchieri, Cristina. « Rationality and Predictability in Economics » (1987) 38 *The British Journal for the Philosophy of Science* 501.

Billan, Pascal. « Rationalité et coopération : le rôle de la confiance en économie » (1998) 84

Revue d'économie industrielle 67.

Biron, Julie. « Les bénéfices et les coûts de l'activisme actionnarial » (2014) 48 *Revue juridique Thémis* 817 aux pp 833–834.

Black, Bernard S. « Shareholder Passivity Reexamined » (1990) 89 *Michigan Law Review* 520.

Black, Bernard S. « Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice » (1992) 39 *University of California Law Review* 811.

Black, Bernard. « The Core Institutions that Support Securities Markets » (2000) 55 *Business Law Review* 1565.

Black, Bernard, Brian Cheffins, Martin Gelter et Kim Hwa-Jin. « Legal Liability of Directors and Company Officials Part Two: Court Procedures, Indemnification and Insurance, and Administrative and Criminal Liability (Report to the Russian Securities Agency) » (2008) 1 *Columbia Business Law Review* 1.

Black, Bernard, Brian Cheffins et Michael Klausner. « Outside Director Liability » (2006) 58 *Stanford Law Review* 1055.

Black, Bernard, Brian Cheffins et Michael Klausner. « Outside Director Liability: A Policy Analysis » (2006) 162 *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 5.

Black, Fisher. « Noise » (1986) 41 *The Journal of Finance* 529.

Blair, Margaret M. « Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century » (2003) 51 *University of California Law Review* 387.

Blair, Margaret M. « Post-Enron Reflections on Comparative Corporate Governance » (2003) 14 *Journal of Interdisciplinary Economics* 113.

Blair, Margaret M. et Lynn A. Stout. « A Team Production Theory of Corporate Law » (1999) 85 *Virginia Law Review* 247.

Blair, Margaret M. et Lynn A. Stout. « Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1735.

Blanchard, Olivier Jean, Florencio Lopez-de-Silanes et Andrei Shleifer. « What do Firms do with Cash Windfalls? » (1994) 36 *Journal of Financial Economics* 337.

Blinder, Alan. « How the Economy Came to Resemble the Model » (2000) 35 *Business Economics* 16.

Blumberg, Phillip I. « Limited Liability and Corporate Groups » (1986) 11 *Journal of Corporation Law* 573.

Boatright, John R. « Business Ethics and the Theory of the Firm » (1996) 34 *American Business Law Journal* 217.

Boatright, John R. « Contractors as Stakeholders: Reconciling Stakeholder Theory with the Nexus-of-Contracts Firm » (2002) 26 *Journal of Banking and Finance* 1837.

Bodie, Matthew T. « AOL Time Warner and the False God of Shareholder Primacy » (2006) 31 *Journal of Corporation Law* 975.

Bodolica, Virginia et Martin Spraggon. « The Implementation of Special Attributes of CEO Compensation Contracts around M&A Transactions » (2009) 30 Strategic Management Journal 985

Bøhren, Øyvind. « The Agent's Ethics in the Principal-Agent Model » (1998) 17 *Journal of Business Ethics* 745.

Boissin, Olivier. « La construction des actifs spécifiques : une analyse critique de la théorie des coûts de transaction » (1994) 40 *Revue d'économie industrielle* 7.

Bolton, Patrick, José Scheinkman et Wei Xiong. « Pay for Short-Term Performance: Executive Compensation in Speculative Markets » (2005) 30 *Journal of Corporation Law* 721.

Borjas, George J. et Valerie A. Ramey. « Foreign Competition, Market Power, and Wage Inequality » (1995) 110 *The Quarterly Journal of Economics* 1075.

Boulding, Kenneth E. « Economics as a Moral Science » (1969) 59 *American Economic Review* 1.

Boulic, Nicolas. « Procuste et son lit dans la littérature et la céramique antique : lectures symboliques » (2013) 16 *Gaia* 229.

Bourne, Nicholas. « Directors—Duty of Care and Skill » (2004) 25 *Business Law Review* 218.

Boyd, Brian K. « Board Control and CEO Compensation » (1994) 15 *Strategic Management Journal* 335.

Bozec, Richard, Mohamed Dia et Yves Bozec. « Corporate Ownership and Governance Practices in Canada: A Longitudinal Study » (2013) 4 *International Journal of Corporate Governance* 51.

Bozec, Yves et Claude Laurin. « Concentration des droits de propriété, séparation entre participation au capital et contrôle des votes et performance opérationnelle des sociétés : une étude canadienne » (2004) 7 *Finance Contrôle Stratégie* 123.

Bozec, Yves et Claude Laurin. « Large Shareholder Entrenchment and Performance: Empirical Evidence from Canada » (2008) 35 *Journal of Business Finance & Accounting* 25.

Bradach, Jeffrey L. et Robert G. Eccles. « Price, Authority, and Trust: From Ideal Types to Plural Forms » (1989) 15 *Annual Review of Sociology* 97.

Bradley, Michael Cindy A. Schipani, Anant K. Sundaram et James P. Walsh Source. « The Purposes and Accountability of the Corporation in Contemporary Society: Corporate Governance at a Crossroads » (1999) 62 *Law and Contemporary Problems* 9.

Bratton, William W. « The "Nexus of Contracts" Corporation: A Critical Appraisal » (1989) 74 *Cornell Law Review* 407.

Bratton, William W. « Enron and the Dark Side of Shareholder Value » (2002) 76 *Tulane Law Review* 1275.

Bratton, William W. et Michael L. Wachter. « The Case Against Shareholder Empowerment » (2010) 158 *University of Pennsylvania Law Review* 653.

Brazel, Joseph F., Keith L. Jones et Mark F. Zimbelman. « Using Nonfinancial Measures to Assess Fraud Risk » (2009) 47 *Journal of Accounting Research* 1135.

Brethe de la Gressaye, Jean. « La corporation et l'État » (1939) 1938 *Archives de philosophie du droit et de sociologie juridique* 78.

Brewster Stearns, Linda et Kenneth D. Allan. « Economic Behavior in Institutional Environments: The Corporate Merger Wave of the 1980s » (1996) 61 *American Sociological Review* 699.

Brickley, James A., Jeffrey L. Coles et Gregg Jarrell. « Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board » (1997) 3 *Journal of Corporate Finance* 189.

Brisson, Jean-Maurice. « L'impact du Code civil du Québec sur le droit fédéral, une problématique » (1992) 52 *Revue du Barreau* 345.

Broome, John. « Does Rationality Gives Us Reasons? » (2005) 15 *The Philosophical Issues* 321.

Brousseau, Eric. « L'approche néo-institutionnelle des coûts de transaction » (1989) 4 *Revue française d'économie* 123.

Brousseau Éric et Jean-Michel Glachant. « Introduction : Économie des contrats et renouvellements de l'analyse économique » (2000) 92 *Revue d'économie industrielle* 23.

Brudney, Victor. « Fiduciary Ideology in Transactions Affecting Corporate Control » (1966) 65 *Michigan Law Review* 259.

Brudney, Victor. « The Independent Director-Heavenly City or Potemkin Village? » (1982) 95 *Harvard Law Review* 597.

Brudney, Victor. « Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contract » (1985) 85 *Columbia Law Review* 1403.

Brudney, Victor et Robert Charles Clark. « A New Look at Corporate Opportunities » (1981) 94 *Harvard Law Review* 997.

Brunello, Giorgio, Clara Graziano et Bruno M. Parigi. « CEO Turnover in Insider-Dominated Boards: The Italian Case » (2003) 27 *Journal of Banking and Finance* 1027.

Bruner, Christopher M. « The Enduring Ambivalence of Corporate Law » (2008) 59 *Alabama Law Review* 1385.

Buchanan, Allen. « Toward a Theory of the Ethics of Bureaucratic Organizations » (1996) 6 *Business Ethics Quarterly* 419.

Buchanan, James M. « Individual Choice in Voting and the Market » (1954) 62 *Journal of Political Economy* 334.

Buchanan, James M. « Social Choice, Democracy and Free Markets » (1954) 62 *Journal of Political Economy* 114.

Buchanan, James M. « Game Theory, Mathematics and Economics » (2001) 8 *Journal of Economic Methodology* 27.

Burkart, Mike, Denis Gromb et Fausto Panunzi. « Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm » (1997) 112 *The Quarterly Journal of Economics* 693.

Burton, Steven J. « Breach of Contract and the Common Law Duty to Perform in Good Faith » (1980) 94 *Harvard Law Review* 369.

Bushee, Brian J. et Theodore H. Goodman. « Which Institutional Investors Trade Based on Private Information About Earnings and Returns? » (2007) 45 *Journal of Accounting Research* 289.

Bushman, Robert M. et Raffi J. Indjejikian. « Accounting Income, Stock Price and Managerial Compensation » (1993) 16 *Journal of Accounting and Economics* 1.

Bushman, Robert M., Raffi J. Indjejikian et Abbie Smith. « CEO Compensation: The Role of Individual Performance Evaluation » (1995) 21 *Journal of Accounting and Economics* 161.

Butler, Henry N. « The Contractual Theory of the Corporation » (1989) 11 *George Mason Law Review* 99.

Butler, Henry N. et Larry E. Ribstein. « Opting out of Fiduciary Duties: A Response to the Anti-Contractarians » (1990) 65 *Washington Law Review* 1.

Butler, John K. « Toward Understanding and Measuring Conditions of Trust: Evolution of a

Conditions of Trust Inventory » (1991) 17 *Journal of Management* 643.

Butler, Richard J. « Innovations in Organizations: Appropriateness of Perspectives From Small Group Studies for Strategy Formulation » (1981) 34 *Human Relations* 763.

Byrd, John W. et Kent A. Hickman. « Do Outside Directors Monitor Managers? » (1992) 32 *Journal of Financial Economics* 195.

Cai, Jie et Ralph A. Walkling. « Shareholders' Say on Pay: Does It Create Value? » (2011) 46 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 299.

Calabresi, Guido et A. Douglas Melamed. « Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral » (1989) 85 *Harvard Law Review* 1089.

Callahan, William T., James A. Millar et Craig Schulman. « An Analysis of the Effect of Management Participation in Director Selection on the Long-Term Performance of the Firm » (2003) 9 *Journal of Corporate Finance* 169.

Callison, J. William. « Putting New Sheets on a Procrustean Bed: How Benefit Corporations Address Fiduciary Duties, the Dangers Created and Suggestions for Change » (2012) 2 *American University Business Law Review* 85.

Camerer, Colin F. et Ernst Fehr. « When Does Economic Man Dominate Social Behavior? » (2006) 311:5757 *Science* 47.

Carney, William J. « Controlling Management Opportunism in the Market for Corporate Control: An Agency Cost Model » (1988) *Wisconsin Law Review* 385.

Carney, William J. « Does Defining Constituencies Matter? » (1990) 59 *University of Cincinnati Law Review* 385.

Cascio, Wayne F. « Downsizing: What Do We Know? What We Have Learned? » (1993) 7 *Academy of Management* 95.

Case, John. « Opening the Book » (1997) 75 *Harvard Business Review* 118.

Castanias, Richard P. et Constance E. Helfat. « Managerial Resources and Rents » (1991) 17 *Journal of Management* 155.

Catuogno, Simonam, Claudia Arena et Riccardo Viganò. « Compensation Committee Quality and Effective Executive Remuneration » (2016) 11 *International Journal of Business and Management* 118.

Chapman, Bruce. « Trust, Economic Rationality, and The Corporate Fiduciary Obligation » (1993) 43 *University of Toronto Law Journal* 547.

Charny, David. « Nonlegal Sanctions in Commercial Relationships » (1990) 104 *Harvard Law Review* 373.

Charny, David. « Hypothetical Bargains: The Normative Structure of Contract Interpretation » (1991) 89 *Michigan Law Review* 1815.

Charny, David. « Illusions of Spontaneous Order: "Norms" in Contractual Relationship » (1996) 144 *University of Pennsylvania Law Review* 1841.

Charreaux, Gérard. « Le point sur… les réseaux d'administrateurs et de dirigeants » (2003) 66 *Revue Banque & Marchés* 59.

Charreaux, Gérard. « Pour une gouvernance d'entreprise "comportementale". Une réflexion exploratoire... » (2005) 157 *Revue française de gestion* 215.

Chauvin, Keith W. et Catherine Shenoy. « Stock Price Decreases Prior to Executive Stock Option Grants » (2001) 7 *Journal of Corporate Finance* 53.

Cheffins, Brian. « Oppression Remedy in Corporate Law: The Canadian Experience » (1988) 3 *University of Pennsylvania Journal of International Business* 305.

Cheffins, Brian R. « An Economic Analysis of the Oppression Remedy: Working towards a More Coherent Picture of Corporate Law » (1990) 40 *The University of Toronto Law Journal* 775.

Cheffins, Brian R. « Law, Economics and Morality: Contracting Out of Corporate Law Fiduciary Duties » (1991) 19 *Canadian Business Law Journal* 28.

Cheffins, Brian R. « Hedge Fund Activism Canadian Style » (2014) 47 *University of British Colombia Law Review* 1.

Cheffins, Brian R. et Bernard S. Black. « Outside Director Liability Across Countries » (2006) 84 *Texas Law Review* 1385.

Cheffins, Brian R. et John Armour. « The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds » (2011) 37 *The Journal of Corporation Law* 51.

Cheffins, Brian R. et J. M. Dine. « Shareholder Remedies: Lessons from Canada » (1992) 13 *Company Lawyer* 89.

Chen, Xia, Jarrad Harford et Kai Li. « Monitoring: Which Institutions Matter? » (2007) 86 *Journal of Financial Economics* 279.

Chhaochharia, Vidhi et Yaniv Grinstein. « CEO Compensation and Board Structure » (2009) 64 *The Journal of Finance* 231.

Chiles, Todd H. et John F. McMackin. « Integrating Variable Risk Preferences, Trust, and Transaction Cost Economics » (1996) 21 *The Academy of Management Review* 73.

Chiu, Iris H-Y. « Turning Institutional Investors into 'Stewards': Exploring the Meaning and Objectives of 'Stewardship' » (2013) 66 *Current Legal Problems* 443.

Choi, Stephen J., Jill E. Fisch et Marcel Kahan. « Director Elections and the Role of Proxy Advisors » (2009) 82 *Southern California Law Review* 649.

Choi, Stephen J., Jill E. Fisch et Marcel Kahan. « The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality? » (2010) 59 *Emory Law Journal* 869.

Choi, Stephen J., Jill E. Fisch, Marcel Kahan et Edward B. Rock, « Does Majority Voting Improve Board Accountability? » (2016) 83 *The University of Chicago Law Review* 1119.

Chu, Jenny, Jonathan Faasse et P. Raghavendra Rau. « Do Compensation Consultants Enable Higher CEO Pay? A Disclosure Rule Change as a Separating Device » (2017) 30 *Management Science* 1.

Chun, Rosa. « Ethical Character and Virtue of Organizations: An Empirical Assessment and Strategic Implications » (2005) 57:3 *Journal of Business Ethics* 269.

Clark, Cynthia E. et Harry J. Van Buren. « Compound Conflicts of Interest in the US Proxy System » (2013) 116 *Journal of Business Ethics* 355.

Clark, Robert C. « Contracts, Elites, and Traditions in the Making of Corporate Law » (1989) 89 *Columbia Law Review* 1703.

Clarkson, Max B. E. « A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance » (1995) 20 *The Academy of Management Review* 92.

Coase, Ronald H. « The Nature of the Firm » (1937) 4 *Economica* 386.

Coase, Ronald H. « The Problem of Social Cost » (1960) 3 *Journal of Law and Economics* 1.

Coase, Ronald H. « The Institutional Structure of Production » (1992) 82 *The American Economic Review* 713.

Coffee, John C. Jr. « "No Soul to Damn: No Body to Kick": An Unscandalized Inquiry into the Problem of Corporate Punishment » (1981) 79 *Michigan Law Review* 386.

Coffee, John C. Jr. « Shareholders versus Managers: The Strain in the Corporate Web » (1986) 85 *Michigan Law Review* 1.

Coffee, John C. Jr. « The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role » (1989) 89 *Columbia Law Review* 1618.

Coffee, John C. Jr. « Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor » (1991) 91 *Columbia Law Review* 1277.

Coffee, John C. Jr. « Do Norms Matter? A Cross-Country Evaluation » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 2151.

Coffee, John C. Jr. « Understanding Enron: "It's About the Gatekeepers, Stupid" » (2002) 57 *Business Lawyer* 1403.

Coffee, John C. Jr. « What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s » (2004) 89 *Cornell Law Review* 269.

Coffee, John C. Jr et Darius Palia. « The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance » (2016) 41 *The Journal of Corporation Law* 545.

Coffin, Roger. « A Responsibility to Speak: Citizens United, Corporate Governance and Managing Risks » (2012) 8 *Hastings Business Law Journal* 103.

Cohendet, Patrick, Francis Kern, Babak Mehmanpazir et Francis Munier. « Knowledge Coordination, Competence Creation and Integrated Networks in Globalised Firms » (1999) 23 *Cambridge Journal of Economics* 225.

Cohendet, Patrick et Patrick Llerena. « La conception de la firme comme processeur de connaissances » (1999) 88 *Revue d'économie industrielle* 211.

Coleman, James S. « Introducing Social Structure into Economic Analysis » (1984) 74 *The American Economic Review: Papers and Proceedings* 84.

Coles, Jerilyn W., Victoria B. McWilliams et Nilanjan Sen. « An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance » (2001) 27 *Journal of Management* 23.

Compton, Ryan, Daniel Sandier et Lindsay Tedds. « Options Backdating: A Canadian Perspective » (2010) 47 *Canadian Business Law Journal* 363.

Conard, Alfred F. « Beyond Managerialism: Investor Capitalism? » (1988) 22 *University of Michigan Journal of Law Reform* 117.

Conyon, Martin J. et Lerong He. « Compensation Committees and CEO Compensation Incentives in U.S. Entrepreneurial Firms » (2004) 16 *Journal of Management Accounting Research* 35.

Conyon, Martin J. et Simon I. Peck. « Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation » (1998) 41 *The Academy of Management Journal* 146.

Conyon, Martin J., Simon I. Peck et Graham V. Sadler. « Compensation Consultants and Executive Pay: Evidence from the United States and the United Kingdom » (2009) 23 *Academy of Management Perspectives* 43.

Conyon, Martin et Graham Sadler. « Shareholder Voting and Directors' Remuneration Report

Legislation: Say on pay in the UK » (2010) 18 *Corporate Governance: An International Review* 296.

Cools, Sofie. « The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy » (2014) 11 *European Company and Financial Law Review* 258.

Cooter, Robert. « The Theory of Market Modernization of Law » (1996) 16 *International Review of Law and Economics* 141.

Cooter, Robert. « Expressive Law and Economics » (1998) 27 *The Journal of Legal Studies* 585.

Cooter, Robert. « Self-Control and Self-Improvement for the "Bad Man" of Holmes » (1998) 78 *Boston University Law Review* 903.

Cooter, Robert et Malvin Eisenberg. « Fairness, Character, and Efficiency in Firms » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law review* 1717.

Core, John E., Robert W. Holthausen et David F. Larcker. « Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance » (1999) 51 *Journal of Financial Economics* 371.

Core, John E., Wayne Guay et David F. Larcker. « Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey » (2003) *FRBNY Economic Policy Review* 27.

Core, John E., Wayne R. Guay et Tjomme O. Rusticus. « Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations » (2006) 61 *The Journal of Finance* 655.

Coriat, Benjamin et Olivier Weinstein. « Les théories de la firme entre "contrats" et "compétences". Une revue critique des développements contemporains » (2010) 129-130 *Revue d'économie industrielle* 57.

Cornett, Marcia Millon, Alan J. Marcus et Hassan Tehranian. « Corporate Governance and Pay-for-Performance: The Impact of Earnings Management » (2008) 87 *Journal of Financial Economics* 357.

Correa, Ricardo et Ugur Lel. « Say On Pay Laws, Executive Compensation, Pay Slice, and Firm Valuation around the World » (2016) 122 *Journal of Financial Economics* 500.

Cotter, James F., Alan R. Palmiter et Randall S. Thomas. « The First Year of Say-on-Pay under Dodd-Frank: An Empirical Analysis and Look Forward » (2013) 81 *George Washington Law Review* 967.

Cotton, James A. « Toward Fairness in Compensation of Management and Labor: Compensation Ratios, a Proposal for Disclosure » (1997) 18 *Northern Illinois University Law Review* 157.

Couret, Alain. « La structure juridique des entreprises (corporate governance) » (2002) 16 *Revue internationale de droit économique* 339.

Cox, James D. « Private Litigation and the Deterrence of Corporate Misconduct » (1997) 60 *Law and Contemporary Problems* 1.

Cox, James D. et Harry L. Munsinger. « Bias in the Boardroom: Psychological Foundations and Legal Implications of Corporate Cohesion » (1985) 48 *Law and Contemporary Problems* 83.

Craswell, Richard. « On the Uses of "Trust": Comment on Williamson, "Calculativeness, Trust, and Economic Organization" » (1993) 36 *The Journal of Law and Economics* 487.

Cremers, K. J. Martijn et Simone M. Sepe. « The Shareholder Value of Empowered Boards » (2016) 68 *Stanford Law Review* 67.

Crépeau, Paul-André. « La fonction du droit des obligations » (1998) 43 *Revue de droit de McGill* 729.

Cressey, Donald R. « The Criminal Violation of Financial Trust » (1950) 15 *American Sociological Review* 738.

Crête, Raymonde. « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance » (2004) 45 *Les Cahiers de droit* 409.

Crête, Raymonde. « Le raisonnement judiciaire fondé sur l'équité dans les conflits entre actionnaires de petites sociétés : l'éclairage d'une approche consensuelle » (2006) 47 *Les Cahiers de droit* 33.

Crête, Raymonde, Marc Lacoursière et Cinthia Duclos. « Partie II : la rationalité du particularisme juridique des rapports de confiance dans les services de conseils financiers et de gestion de portefeuille » (2009) 39 *Revue générale de droit* 523.

Crête, Raymonde et Stéphane Rousseau. « De la passivité a l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des corporations : le reflet de la diversité des facteurs d'influence » (1997) *Revue de droit de McGill* 863.

Cuif, Pierre-François. « Le conflit d'intérêts, essai sur la détermination d'un principe juridique de droit privé » (2005) *Revue trimestrielle de droit commercial* 1.

Cumby, Judy et Joan Conrod. « Non-Financial Performance Measures in the Canadian Biotechnology Industry » (2001) 2 *Journal of Intellectual Capital* 261.

Curtis, Quinn et Minor Myers. « Do the Merits Matter? Empirical Evidence on Shareholder Suits from Options Backdating Litigation » (2016) 164 *University of Pennsylvania Law Review* 291.

Cyert, Richard M. et Charles L. Hedrick. « Theory of the Firm: Past, Present, and Future; An Interpretation » (1972) 10 *Journal of Economic Literature* 398.

Cyert, Richard M., Sok-Hyon Kang et Praveen Kumar. « Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence » (2002) 48 *Management Science* 453.

Dahlman, Carl J. « The Problem of Externality » (1979) 22 *The Journal of Law and Economics* 141.

Daily, Catherine M. et Dan R. Dalton. « Board of Directors Leadership and Structure: Control and Performance Implications » (1993) 17 *Entrepreneurship: Theory & Practice* 65.

Daily, Catherine M., Jonathan L. Johnson, Alan E. Ellstrand et Dan R. Dalton. « Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation » (1998) 41 *The Academy of Management Journal* 209.

Daines, Robert M., Ian D. Gow et David F. Larcker. « Rating the Ratings: How Good are Commercial Governance Ratings? » (2010) 98 *Journal of Financial Economics* 439.

Dallas, Lynne L. « Two Models of Corporate Governance: Beyond Berle & Means » (1988) 22 *University of Michigan Journal of Law Reform* 19.

Dallas, Lynne L. « The Relational Board: Three Theories of Corporate Boards of Directors » (1996) 22 *The Journal of Corporation Law* 1.

Dalton, Dan R., Catherine M. Daily, Alan E. Ellstrand et Jonathan L. Johnson. « Meta-Analytic

Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance » (1998) 19 *Strategic Management Journal* 269.

Dalton, Dan R., Michael A. Hitt, S. Trevis Certo et Catherine M. Dalton. « The Fundamental Agency Problem and Its Mitigation » (2007) *Academy of Management Annals* 1.

Daniels, Ronald J. « Executive Compensation: Perhaps Company Managers Aren't Paid Enough... » (1994) 7 *Canadian Investment Review* 41.

Daniels, Ronald J. « Must Boards Go Overboard? An Economic Analysis of the Effects of Burgeoning Statutory Liability on the Role of Directors in Corporate Governance » (1994) 24 *Canadian Business Law Journal* 229.

Daniels, Ronald J. et Paul Halpern. « Too Close for Comfort: The Role of the Closely Held Public Corporation in the Canadian Economy and the Implications for Public Policy » (1996) 26 *Canadian Business Law Journal* 11.

David, Parthiban, Michael A. Hitt et Javier Gimeno. « The Influence of Activism by Institutional Investors on R&D » (2001) 44 *The Academy of Management Journal* 144.

Davidoff, Steven M. et Claire A. Hill. « Limits of Disclosure » (2013) 36 *Seattle University Law Review* 599.

Davidson, Caroline. « Tort au canadien : A Proposal for Canadian Tort Legislation on Gross Violations of International Human Rights and Humanitarian Law » (2005) 38 *Vanderbilt Journal of Transactional Law* 1403.

Davis, Gerald F. et Suzanne K. Stout. « Organization Theory and the Market for Corporate Control: A Dynamic Analysis of the Characteristics of Large Takeover Targets, 1980–1990 » (1992) 37 *Administrative Science Quarterly* 605.

Davis, Gerald F., Kristina A. Diekmann et Catherine H. Tinsley. « The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s: The Deinstitutionalization of an Organizational Form » (1994) 59 *American Sociological Review* 547.

Davis, Kenneth B. Jr. « Judicial Review of Fiduciary Decisionmaking—Some Theoretical Perspectives » (1985) 80 *Northwestern University Law Review* 1.

Davis, Kenneth B. « Once More, The Business Judgment Rule » (2000) *Wisconsin Law Review* 573.

Davis, Kenneth B. « Taking Stock—Salary and Options Too: The Looting of Corporate America » (2010) 69 *Maryland Law Review* 419.

Davis, James H., F. David Schoorman et Lex Donaldson. « Toward a Stewardship Theory of Management » (1997) 22 *The Academy of Management Review* 20.

De Alessi, Louis. « Private Property and Dispersion of Ownership in Large Corporations » (1974) 28 *The Journal of Finance* 839.

DeAngelo, Harry et Linda DeAngelo. « Proxy Contests and the Governance of Publicly Held Corporations » (1989) 23 *Journal of Financial Economics* 29.

Deci, Edward L. « Intrinsic Motivation, Extrinsic Reinforcement, and Inequity » (1972) 22 *Journal of Personality and Social Psychology* 113.

Deffains, Bruno et Samuel Ferey. « Pour une théorie économique de l'imprévision en droit des contrats » (2010) 4 *Revue trimestrielle de droit civil* 719.

De Meza, David et Ben Lockwood. « Does Asset Ownership Always Motivate Managers? Outside Options and the Property Rights Theory of the Firm » (1998) 113 *The Quarterly*

Journal of Economics 361.

DeMott, Deborah A. « Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation » (1988) 1988 *Duke Law Journal* 879.

DeMott, Deborah A. « Oppressed but Not Betrayed: A Comparative Assessment of Canadian Remedies for Minority Shareholders and Other Corporate Constituents » (1993) 56 *Law and Contemporary Problems* 181.

Demsetz, Harold. « Toward a Theory of Property Rights » (1967) 57 *The American Economic Review* 347.

Demsetz, Harold. « The Cost of Transacting » (1968) 82 *The Quarterly Journal of Economics* 33.

Demsetz, Harold. « The Theory of the Firm Revisited » (1988) 4 *Journal of Law, Economics and Organization* 141.

Demski, Joel S. et Gerald A. Feltham. « Economic Incentives in Budgetary Control Systems » (1978) 53 *The Accounting Review* 336.

Denglos, Grégory. « Faut-il rejeter le principe de maximisation de la valeur actionnariale ? » (2008) 184 *Revue française de gestion* 71.

Dikolli, Shane S. « Agent Employment Horizons and Contracting Demand for Forward-Looking Performance Measures » (2001) 39 *Journal of Accounting Research* 481.

DiMaggio, Paul J. et Walter W. Powell. « The Iron Case Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields » (1983) 48 *American Sociological Review* 147.

Dion, Michel. « Agency Theory and Financial Crime: The Paradox of the Opportunistic Executive » (2016) 23 *Journal of Financial Crime* 574.

Dodd, E. Merrick. « For Whom Are Corporate Managers Trustees? » (1932) 45 *Harvard Law Review* 1145.

Donaldson, Lex. « The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory » (1990) 15 *Academy of Management Review* 369.

Donaldson, Lex et James H. Davis. « Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns » (1991) 16 *Australian Journal of Management* 49.

Donaldson, Thomas et Thomas W. Dunfee. « Toward a Unified Conception of Business Ethics: Integrative Social Contracts Theory » (1994) 19 *The Academy of Management Review* 252.

Donaldson, Thomas et Lee E. Preston. « The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications » (1995) 20 *The Academy of Management Review* 65.

Dooley, Michael P. « Two Models of Corporate Governance » (1992) 47 *The Business Lawyer* 461.

Dorff, Michael B. « Softening Pharoah's Heart: Harnessing Altruistic Theory and Behavioral Law and Economics to Rein in Executive Salaries » (2003) 51 *Buffalo Law Review* 811.

Dorff, Michael B. « Does One Hand Wash the Other? Testing the Managerial Power and Optimal Contracting Theories of Executive Compensation » (2005) 30 *Journal of Corporation Law* 255.

Dorff, Michael B. « The Group Dynamics Theory of Executive Compensation » (2006) 28 *Cardozo Law Review* 2025.

Dorminey, Jack, A. Scott Fleming, Mary-Jo Kranacher et Richard A. Riley. « The Evolution of Fraud Theory » (2012) 27 Issues in Accounting Education 555.

Doucouliagos, Chris. « A Note on the Evolution of Homo Economicus » (1994) 28 *Journal of Economic Issues* 877.

Douglas, William O. « Directors Who Do Not Direct » (1934) 47 *Harvard Law Review* 1305.

Du Boff, Richard B. et Edward S. Herman. « The Promotional-Financial Dynamic of Merger Movements: A Historical Perspective » (1989) 23 *Journal of Economic Issues* 107.

Duggin, Sarah Helene et Robert M. Goldman. « Restoring Trust in Corporate Directors: The Disney Standard and the New Good Faith » (2006) 56 *American University Law Review* 211.

Dyck, Alexander et Luigi Zingales. « Private Benefits of Control: An International Comparison » (2004) 59 *The Journal of Finance* 537.

Easterbrook, Frank H. « Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence » (1984) 9 *Delaware Journal of Corporate Law* 540.

Easterbrook, Frank H. et Daniel R. Fischel. « Takeover Bids, Defensive Tactics, and Shareholders' Walfare » (1981) 36 *Business Law Review* 1733.

Easterbrook, Frank H. et Daniel R. Fischel. « The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer » (1981) 94 *Harvard Law Review* 1161.

Easterbrook, Frank H. et Daniel R. Fischel. « Antitrust Suits by Targets of Tender Offers » (1982) 80 *Michigan Law Review* 1155.

Easterbrook, Frank H. et Daniel E. Fischel. « Corporate Control Transactions » (1982) 91 *The Yale Law Journal* 698.

Easterbrook, Frank H. et Daniel R. Fischel. « Voting in Corporate Law » (1983) 26 *Journal of Law & Economics* 395.

Easterbrook, Frank H. et Daniel R. Fischel. « The Corporate Contract » (1989) 89 *Columbia Law Review* 1416.

Efendi, Jap, Anup Srivastava et Edward P. Swanson. « Why Do Corporate Managers Misstate Financial Statements? The Role of Option Compensation and Other Factors » (2007) 85 *Journal of Financial Economics* 667.

Eisenberger, Robert, Robin Huntington, Steven Hutchison et Debora Sowa. « Perceived Organizational Support » (1986) 71 *Journal of Applied Psychology* 500.

Eisenberg, Malvin A. « Corporate Legitimacy, Conduct, and Governance. Two models of the Corporation » (1983) 17 *Creighton Law Review* 17.

Eisenberg, Malvin A. « Corporate Law and Social Norms » (1999) 99 *Columbia Law Review* 1253.

Eisenhardt, Kathleen M. « Control: Organizational and Economic Approaches » (1985) 31 *Management Science* 134.

Eisenhardt, Kathleen M. « Agency Theory: An Assessment and Review » (1989) 14 *The Academy of Management Review* 57.

Eisenhardt, Kathleen M., Jean L. Kahwajy et L. J. Bourgeois III. « How Management Teams Can Have a Good Fight » (1997) 75 *Harvard Business Review* 77.

Elbarrad, Sherif S. « Corporate Governance Disclosure in Annual Financial Reports and Company Performance—Evidence from Saudi Arabia » (2014) 7 *International Business*

Research 51.

Elhauge, Einer. « Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest » (2005) 80 *New York University Law Review* 733

Ellig, Bruce R. « Phantom Stock Executive Compensation Plans » (2014) 46 *Compensation & Benefits Review* 89.

Ellis, Robert Dean. « Equity Derivatives, Executive Compensation, and Agency Costs » (1998) 35 *Houston Law Review* 399.

Elster, Jon. « Social Norm and Economic Theory » (1989) 3 *Journal of Economic Perspectives* 99.

Erickson, Jessica. « Corporate Governance in the Courtroom: An Empirical Analysis » (2010) 51 *William and Mary Law Review* 1749.

Ertimur, Yonca, Fabrizio Ferri et David Oesch. « Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay » (2013) 51 *Journal of Accounting Research* 951.

Ewin, Robert. « The Virtues Appropriate to Business » (1995) 5 *Business Ethics Quarterly* 833.

Fairfax, Lisa M. « Mandating Board-Shareholder Engagement » (2013) 3 *University of Illinois Law Review* 821.

Falcone, Vincent. « Majority Voting in Director Elections: A Simple, Direct, and Swift Solution? » (2007) 3 *Columbia Business Law Review* 844.

Fama, Eugene F. « The Behavior of Stock Market Prices » (1965) 38 *The Journal of Business* 34.

Fama, Eugene F. « Agency Problems and the Theory of the Firm » (1980) 88 *The Journal of Political Economy* 288.

Fama, Eugene F. et Michael C. Jensen. « Separation of Ownership and Control » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 301.

Fama, Eugene F. et Michael C. Jensen. « Agency Problems and Residual Claims » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 327.

Fama, Eugene F. et Michael C. Jensen. « Organizational Forms and Investment Decisions » (1985) 14 *Journal of Financial Economics* 101.

Farès, M'Hand et Stéphane Saussier. « Coûts de transaction et contrats incomplets » (2002) 16 *Revue française d'économie* 193.

Farrell, Anne M., Kathryn Kadous et Kristy L. Towry. « Contracting on Contemporaneous versus Forward-Looking Measures: An Experimental Investigation* » (2008) 25 *Contemporary Accounting Research* 773.

Farrell, Anne M., Kathryn Kadous et Kristy L. Towry. « Does the Communication of Causal Linkages Improve Employee Effort Allocations and Firm Performance? An Experimental Investigation » (2012) 24 *Journal of Management Accounting Research* 77.

Faulkender, Michael, Dalida Kadyrzhanova, N. Prabhala et Lemma Senbet. « Executive Compensation: An Overview of Research on Corporate Practices and Proposed Reforms » (2010) 22 *Journal of Applied Corporate Finance* 107.

Feltham, Gerald A. et Jim Xie. « Performance Measure Congruity and Diversity in Multi-Task Principal/Agent Relations » (1994) 69 *The Accounting Review* 429.

Ferri, Fabrizio et David A. Maber. « Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from

the UK » (2013) 17 *Review of Finance* 527.

Ferri, Fabrizio et David Oesch. « Management Influence on Investors: Evidence from Shareholder Votes on the Frequency of Say on Pay » (2016) 33 *Contemporary Accounting Research* 1337.

Files, Rebecca, Edward P. Swanson et Senyo Tse. « Stealth Disclosure of Accounting Restatements » (2009) 84 *The Accounting Review* 1495.

Finegold, David, George S. Benson et David Hecht. « Corporate Boards and Company Performance: Review of Research in Light of Recent Reforms » (2007) 15 *Corporate Governance* 865.

Finkelstein, Sidney et Donald C. Hambrick. « Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation » (1998) 9 *Strategic Management Journal* 543.

Finkelstein, Sidney et Ann C. Mooney. « Not the Usual Suspects: How to Use Board Process to Make Boards Better » (2003) 17 *The Academy of Management Executive* 101 à la p 103.

Fisch, Jill E. « Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work? » (1994) 55 *Ohio State Law Journal* 1009.

Fisch, Jill E. « Taking Boards Seriously » (1997) 19 *Cordozo Law Review* 265.

Fisch, Jill E. « Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy » (2006) 31 *The Journal of Corporation Law* 637.

Fischel, Daniel R. « Race to the Bottom Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's Corporation Law » (1981) 76 *Northwestern University Law Review* 913.

Fischel, Daniel R. « The Corporate Governance Movement » (1982) 35 *Vanderbilt Law Review* 1259.

Fischel, Daniel R. « Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock » (1987) 54 *University of Chicago Law Review* 119.

Fischel, Daniel R. « The Economics of Lender Liability » (1989) 99 *Yale Law Journal* 131.

Fischel, David R. et Michael Bradley. « The Role of Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law: A Theoretical and Empirical Analysis » (1986) 71 *Cornell Law Review* 261.

Fischel, Daniel R. et John H. Langbein. « ERISA's Fundamental Contradiction: The Exclusive Benefit Rule » (1988) 55 *University of Chicago Law Review* 1105.

Fisse, Brent. « The Use of Publicity as a Criminal Sanction against Business Corporations » (1971) 8 *Melbourne University Law Review* 107.

Fiss, Owen M. « Against Settlement » (1984) 93 *The Yale Law Journal* 1073.

Flamholtz, Eric G., T. K. Das et Anne S. Tsui. « Toward an Integrative Framework of Organizational Control » (1985) 10 *Accounting, Organizations and Society* 35.

Fleckinger, Pierre, Thierry Lafay et Constance Monnier. « Rémunération des dirigeants et risque de fraude d'entreprise » (2013) 64 *Revue économique* 457.

Fleming, A. Scott, Dana R. Hermanson, Mary-Jo Kranacher et Richard A. Riley. « Financial Reporting Fraud: Public and Private Companies » (2016) 1 Journal of Forensic Accounting Research A27 à la p A29.

Florou, Annita et Peter Pope. « Are Boards and Institutional Investors Active Monitors? Evidence from CEO Dismissal » (2008) 23 *Managerial Auditing Journal* 862.

Forbes, Daniel P. et Frances J. Milliken. « Cognition and Corporate Governance: Understanding

Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups » (1999) 24 *The Academy of Management Review* 489.

Foss, Nicolai J. « Bounded Rationality in the Economics of Organization: "Much Cited and Little Used" » (2003) 24 *Journal of Economic Psychology* 245.

Fox, Merritt B. « Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment » (1999) 85 *Virginia Law Review* 1335.

Frankel, Tamar. « Fiduciary Law » (1983) 71:3 *California Law Review* 795.

Frankel, Tamar. « Fiduciary Law in the Twenty-First Century » (2011) 91 *Boston University Law Review* 1289.

Franks, Julian, Colin Mayer et Stefano Rossi. « Ownership: Evolution and Regulation » (2009) 22 *The Review of Financial Studies* 4009.

Fransman, Martin. « Information, Knowledge Vision and Theories of the Firm » (1994) 3 *Industrial and Corporate Change* 713.

Fransman, Martin. « Information, Knowledge Vision and Theories of the Firm » (1994) 3 *Industrial and Corporate Change* 713.

Freeman, R. Edward et David L. Reed. « Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance » (1983) 25 *California Management Review* 88.

Freeman, R. Edward et William M. Evan. « Corporate Governance: A Stakeholder Interpretation » (1990) 19 *Journal of Behavioral Economics* 337.

Frey, Bruno S. « Shirking or Work Morale? The Impact of Regulating » (1993) 37 *European Economic Review* 1523.

Fried, Jesse M. « Option Backdating and Its Implications » (2008) 65 *Washington & Lee Law Review* 853.

Frydman, Carola et Dirk Jenter. « CEO Compensation » (2010) 2 *Annual Review of Financial Economics* 75.

Furubotn, Eirik G. et Svetozar Pejovich. « Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature » (1972) 10 *Journal of Economic Literature* 1137.

Gadhum, Yoser. « Power of Ultimate Controlling Owners: A Survey of Canadian Landscape » (2006) 10 *Journal of Management Governance* 179.

Garen, John E. « Executive Compensation and Principal-Agent Theory » (1994) 102 *Journal of Political Economy* 1175.

Gavis, Alexander C. « A Framework for Satisfying Corporate Director's Responsibilities Under State Nonshareholder Constituency Statutes: The Use of Explicit Contracts » (1990) 138 *University of Pennsylvania Law Review* 1451.

Gautreau, J. R. Maurice. « Demystifying the Fiduciary Mystique » (1989) 68 *Canadian Bar Review* 1.

Gélinas, Patrice et Lisa Baillargeon. « CEO Compensation in Canada, 1971-2008 » (2013) 12 *International Journal of Business and Management* 1.

Gerhart, Barry et George T. Milkovich. « Organizational Differences in Managerial Compensation and Financial Performance » (1990) 33 *The Academy of Management Journal* 663.

Gevurtz, Franklin A. « The Business Judgment Rule: Meaningless Verbiage or Misguided Notion? » (1994) 67 *Southern California Law Review* 287.

Gibson, Kevin. « The Moral Basis of Stakeholder Theory » (2000) 26 *Journal of Business Ethics* 245.

Gifford, Sharon. « Efficient Moral Hazard » (1999) 40 *Journal of Economic Behavior & Organization* 427.

Gillan, Stuart L. et Laura T. Starks. « The Evolution of Shareholder Activism in the United States » (2007) 19 *Journal of Applied Corporate Finance* 55.

Gilson, Ronald J. et Reinier H. Kraakman. « The Mechanisms of Market Efficiency » (1984) 70 *Virginia Law Review* 549.

Gilson, Ronald J. et Reinier Kraakman. « Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors » (1991) 43 *Stanford Law Review* 863.

Gilson, Ronald J. et Jeffrey N. Gordon. « Controlling Controlling Shareholders » (2003) 152 *University of Pennsylvania Law Review* 785.

Gilson, Ronald J. et Jeffrey N. Gordon. « The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights » (2013) 113 *Columbia Law Review* 863.

Gilson, Stuart C. et Michael R. Vetsuypens. « CEO Compensation in Financially Distressed Firms: An Empirical Analysis » (1993) 48 *The Journal of Finance* 425.

Girard, Carine et Julien Le Maux. « De l'activisme à l'engagement actionnarial » (2007) 1 *Revue française de gouvernance d'entreprise* 113.

Goetz, Charles J. et Robert E. Scott. « Principles of Relational Contracts » (1981) 67 *Virginia Law Review* 1089.

Goldberg, Lawrence G. et Todd L. Idson. « Executive Compensation and Agency Effects » (1995) 30 *The Financial Review* 313.

Gomez-Mejia, Luis et Robert M. Wiseman. « Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook » (1997), 23 *Journal of Management* 291.

Gompers, Paul, Joy Ishii et Andrew Metrick. « Corporate Governance and Equity Prices » (2003) 118 *Quarterly Journal of Economics* 107.

Goncharov, Igor, Joerg Richard Werner et Jochen Zimmermann. « Does Compliance with the German Corporate Governance Code Have an Impact on Stock Valuation? An Empirical Analysis » (2006) 14 *Corporate Governance* 432.

Goodpaster, Kenneth E. « Business Ethics and Stakeholder Analysis » (1991) 1 *Business Ethics Quarterly* 53.

Gopalan, Sandeep. « Shame Sanctions and Excessive CEO Pay » (2007) 32 *Delaware Journal of Corporate Law* 757.

Gordon, Jeffrey N. « Mandatory Structure of Corporate Law » (1989) 89 *Columbia Law Review* 1549.

Gordon, Jeffrey N. « The Shareholder Initiative: A Social Choice and Game Theoretic Approach to Corporate Law » (1991) 60 *University of Cincinnati Law Review* 347.

Gordon, Jeffrey N. « What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections » (2002) 69 *University of Chicago Law Review* 1233.

Gordon, Jeffrey N. « Executive Compensation: If There's A Problem, What's the Remedy? The Case for "Compensation Discussion and Analysis" » (2004) 30 *The Journal of*

Corporation Law 675.

Gordon, Jeffrey N. « The Rise of Independent Directors in the United States, 1950–2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices » (2007) 59 *Stanford Law Review* 1465.

Gordon, Jeffrey N. « Say on Pay: Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-in » (2009) 46 *Harvard Journal on Legislation* 323.

Gort, Michael. « An Economic Disturbance Theory of Mergers » (1969) 83 *The Quarterly Journal of Economics* 624.

Gouvin, Eric J. « Of Hungry Wolves and Horizontal Conflicts: Rethinking the Justifications for Bank Holding Company Liability » (1999) *University of Illinois Law Review* 949.

Gower, Laurence C. B. « Notes on Cases. Company Law — Oppression of Minorities » (1958) 21 *The Modern Law Review* 653.

Goyal, Vidhan K. et Chul W. Park. « Board Leadership Structure and CEO Turnover » (2002) 8 *Journal of Corporate Finance* 49.

Granovetter, Mark. « The Impact of Social Structure on Economic Outcomes » (2005) 19 *Journal of Economic Perspectives* 33.

Gray, Samuel R. et Albert A. Cannella Jr. « The Role of Risk in Executive Compensation » (1997) 23 *The Journal of Management* 517.

Gray, Wayne D. « A Sollicitor's Perspective on Peoples » (2005) *Canadian Business Law Journal* 185.

Grief, Avner. « Reputational and Coalitions in Medieval Trade: Evidence on The Maghribi Traders » (1989) 49 *The Journal of Economic Hystory* 857.

Grossman, Nadelle. « Director Compliance with Elusive Fiduciary Duties in a Climate of Corporate Governance Reform » (2007) 12 *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 393.

Grossman, Sanford J. et Oliver D. Hart. « Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation » (1980) 11 *The Bell Journal of Economics* 42.

Grossman, Sanford J. et Oliver D. Hart. « An Analysis of the Principal-Agent Problem » (1983) 51 *Econometrica* 7.

Grossman, Sanford J. et Oliver D. Hart. « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration » (1986) 94 *The Journal of Political Economy* 691.

Grossman, Sanford J. et Oliver D. Hart. « One Share-One Vote and the Market for Corporate Control » (1988) 20 *Journal of Financial Economics* 175.

Gulati, Ranjay et James Westphal. « Cooperative or Controlling? The Effects of CEO-Board Relations and the Contents of Interlocks on the Formation of Joint Ventures » (1999) 44 *Administrative Science* 473.

Gulati, G. Mitu, Willaim A. Klein et Eric M. Zolt. « Connected Contracts » (2000) 47 *University of California Law Review* 887.

Gupta, Parveen P., Duane B. Kennedy et Samuel C. Weaver. « Corporate Governance and Firm Value: Evidence from Canadian Capital Markets » (2009) *Corporate Ownership & Control* 293.

Guo, Lixiong et Ronald W. Masulis. « Board Structure and Monitoring: New Evidence from CEO Turnovers » (2015) 28 *Review of Financial Studies* 2770.

Guo, Re-Jin, Timothy A. Kruse et Tom Nohel. « Undoing the Powerful Anti-Takeover Force of

Staggered Boards » (2008) 14 *Journal of Corporate Finance* 274.

Guthrie, Katherine, Jan Sokolowsky et Kam-Ming Wan. « CEO Compensation and Board Structure Revisited » (2012) 67 *The Journal of Finance* 1149.

Guttentag, Michael D. « An Argument for Imposing Disclosure Requirements on Public Companies » (2004) 32 *Florida State University Law Review* 123.

Guzzo, Richard A. et Katherine A. Noonan. « Human Resource Practices as Communications and the Psychological Contract » (1994) 33 *Human Resource Management* 447.

Hall, Brian J. et Kevin J. Murphy. « The Trouble with Stock Options » (2003) 17 *Journal of Economic Perspectives* 49.

Halpern, Paul, Michael Trebilcock et Stuart Turnbull. « An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law » (1980) 30 *University of Toronto Law Journal* 117.

Hamermesh, Lawrence A. « Director Nominations » (2014) 39 *Delaware Journal of Corporate Law* 117.

Hansmann, Henry et Reinier Kraakman. « The Essential Role of Organizational Law » (2000) 110 *Yale Law Journal* 387.

Hansmann, Henry et Reiner Kraakman. « The End of History for Corporate Law » (2001) 89 *The Georgetown Law Journal* 439.

Hansmann, Henry, Reinier Kraakman et Richard Squire. « Law and the Rise of the Firm » (2006) 119 *Harvard Law Review* 1333.

Harris, Jared et Philip Bromiley. « Incentives to Cheat: The Influence of Executive Compensation and Firm Performance on Financial Misrepresentation » (2007) 18 *Organization Science* 350.

Harris, Lee. « The Politics of Shareholder Voting » (2011) 86 *New York University Law Review* 1761.

Harris, Lee. « Corporate Elections and Tactical Settlements » (2014) 39 *Journal of Corporation Law* 221.

Harsanyi, John C. « Bayesian Decision Theory and Utilitarian Ethics » (1978) 68 *The American Economic Review* 223.

Hart, Oliver D. « Incomplete Contracts and the Theory of the Firm » (1988) 4 *Journal of Law, Economics, and Organization* 119.

Hart, Oliver. « Is "Bounded Rationality" an Important Element of a Theory of Institutions? » (1990) 146 *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 696.

Hart, Oliver. « An Economist's View of Fiduciary Duty » (1993) 43 *University of Toronto Law Journal* 299.

Hart, Oliver. « An Economist's Perspective on the Theory of the Firm » (1996) 8 *Rationality and Society* 371.

Hart, Oliver. « Norms and the Theory of the Firm » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1701.

Hart, Oliver et John Moore. « Incomplete Contracts and Renegotiation » (1988) 56 *Econometrica* 755.

Hart, Oliver et John Moore. « Property Rights and the Nature of the Firm » (1990) 98 *The Journal of Political Economy* 1119.

Hart, Oliver et Luigi Zingales. « Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market

Value » (2017) 2 *Journal of Law, Finance, and Accounting* 247.

Hartzell, Jay C., Eli Ofek et David Yermack. « What's in It for Me? CEOs Whose Firms Are Acquired » (2004) 17 *The Review of Financial Studies* 37.

Hasnas, Jonh. « The Normative Theories of Business Ethics: A Guide for the Perplexed » (1998) 8 *Business Ethics Quarterly* 19.

Haunschild, Pamela R. « Interorganizational Imitation: The Impact of Interlocks on Corporate Acquisition Activity » (1993) 38 *Administrative Science Quarterly* 564.

Hauriou, Maurice. « La théorie de l'institution et de la fondation (essai de vitalisme social) » (1933) 23 *Cahiers de la nouvelle journée* 89.

Hayden, Grant M. et Matthew T. Bodie. « One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity » (2008) 30 *Cardozo Law Review* 445.

Hayden, Grant M. et Matthew T. Bodie. « Arrow's Theorem and the Exclusive Shareholder Franchise » (2009) 62 *Vanderbilt Law Review* 1217.

Hayden, Grant M. et Matthew T. Bodie. « Shareholder Democracy and the Curious Turn Toward Board Primacy » (2010) 51 *William and Mary Law Review* 2071.

Hayes, Rachel M. et Scott Schaefer. « CEO Pay and the Lake Wobegon Effect » (2009) 94 *Journal of Financial Economics* 280.

Heath, Joseph. « Business Ethics without Stakeholders » (2006) 16 *Business Ethics Quarterly* 533.

Heath, Joseph. « An Adversarial Ethic for Business: Or When Sun-Tzu Met the Stakeholder » (2007) 72 *Journal of Business Ethics* 359.

Heimann, Marco, Étienne Mullet et Jean-François Bonnefon. « Legitimacy of Executive Compensation Plans: A Preliminary Study of French Laypersons' Acceptability » (2014) 35 *Psicológica* 543.

Hemmer, Thomas. « On the Design and Choice of "Modern" Management Accounting Measures » (1996) 8 *Journal of Management Accounting Research* 87.

Henderson, M. Todd. « Two Visions of Corporate Law » (2009) 77 *The George Washington Law Review* 708.

Hermassi, Nadia, Fodil Adjaoud et Chaker Aloui. « The Effect of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure: Empirical Evidence from Canada » (2017) 32 *Gestion 2000* 95.

Herzberg, Frederick. « The motivation to Work Among Finnish Supervisors » (1965) 18 *Personnel Psychology* 393.

Hetcher, Steven A. « Cyberian Signals » (2002) 36 *University of Richmond Law Review* 327.

Hetherington, J. A. C. et Micheal P. Dooley. « Illiquidity and Exploitation: A Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem » (1977) 63 *Virginia Law Review* 1.

Hicks, Andrew D. « The Remedial Principle of Keech c. Sandford Reconsidered » (2010) 69 *Cambridge Law Journal* 287.

Hill, Charles W. L. et Phillip Phan. « CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay » (1991) 34 *The Academy of Management Journal* 707.

Hill, Charles W. L. et Thomas M. Jones. « Stakeholder-Agency Theory » (1992) 29 *Journal of Management Studies* 131.

Hill, Claire A. « Bargaining in the Shadow of the Lawsuit: A Social Norms Theory of Incomplete Contracts » (2009) 34 *Delaware Journal of Corporate Law* 191.

Hill, Jennifer G. « The Rising Tension between Shareholder and Director Power in the Common Law World » (2010) 18 *Corporate Governance: An International Review* 344.

Hillman, Amy J. et Thomas Dalziel. « Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives » (2003) 28 *Academy of Management Review* 383.

Hilmer, Frederick G. « The Functions of the Board: A Performance-Based View » (1994) 2 *Corporate Governance: An International Review* 170.

Hirèche, Loréa et Bahae El Mourabet. « Éthique et gestion des ressources humaines : une revue critique de la littérature théorique et empirique » (2007) 2 *Revue de l'organisation responsable* 51.

Hirsch, Paul, Stuart Michaels et Ray Friedman. « "Dirty Hands" versus "Clean Models": Is Sociology in Danger of Being Seduced by Economics? » (1987) 16 *Theory and Society* 317.

Hodgson, Geoffrey M. « Competence and Contract in the Theory of the Firm » (1998) 35 *Journal of Economic Behavior and Organization* 179.

Hodgson, Geoffrey M. « Opportunism Is Not the Only Reason Why Firms Exist: Why an Explanatory Emphasis on Opportunism May Mislead Management Strategy » (2004) 13 *Industrial and Corporate Change* 401.

Holderness, Clifford G. « The Myth of Diffuse Ownership in the United States » (2009) 22 *The Review of Financial Studies* 1377.

Holderness, Clifford G. et Denis P. Sheehan. « The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis » (1988) *20 Journal of Financial Economics* 317 à la p 319.

Holderness, Clifford G., Randall S. Kroszner and Denis P. Sheehan. « Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression » (1998) 54 *The Journal of Finance* 435.

Holland, Paul W. « Statistics and Causal Inference » (1986) 81 *Journal of the American Statistical Association* 945.

Holmstrom, Bengt. « Moral Hazard and Observability » (1979) 10 *The Bell Journal of Economics* 74.

Holmstrom, Bengt. « Moral Hazard in Teams » (1982) 13 *The Bell Journal of Economics* 324.

Holmstrom, Bengt et Paul Milgrom. « Multitask Principal Agent Analysis: Incentive Contracts Asset Ownership, and Job Design » (1991) 7 *Journal of Law, Economics and Organization* 524.

Hooghiemstra Reggy et Hans van Ees. « Uniformity as Response to Soft Law: Evidence from Compliance and Non-Compliance with the Dutch Corporate Governance Code » (2011) 5 *Regulation & Governance* 480.

Hopt, Klaus J. « American Corporate Governance Indices as Seen from a European Perspective » (2009) 156 *University of Pennsylvania Law Review PENNumbra* 27.

Howard, John L. « Fiduciary Relations in Corporate Law » (1991) 19 *Canada Business Law Journal* 1.

Howell, Bo James. « Executive Fraud and Canada's Regulation of Executive Compensation » (2007) 39 *University of Miami Inter-American Law Review* 111.

Hu, Henry T. C. et Bernard Black. « The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership » (2006) 79 *Southern California Law Review* 811.

Hughes, K. E. « The Value Relevance of Nonfinancial Measures of Air Pollution in the Electric Utility Industry » (2000) 75 *The Accounting Review* 209.

Humphery-Jenner, Mark, Ling Lei Lisic, Vikram Nanda et Sabatino Dino Silveri. « Executive Overconfidence and Compensation Structure » (2016) 119 *Journal of Financial Economics* 533.

Hung, Humphry. « A Typology of the Theories of the Roles of Governing Boards », (1998) 6 *Corporate Governance: An International Review* 101.

Huse, Morten et Violina P. Rindova. « Stakeholders' Expectations of Board Roles: The Case of Subsidiary Boards » (2001) 5 *Journal of Management and Governance* 153.

Huskins, Priya Cherian. « Why Are You Buying Side-A D&O Insurance? » (2005) 2 *International Journal of Disclosure and Governance* 196.

Huson, Mark R., Robert Parrino et Laura T. Starks. « Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective » (2001) 56 *The Journal of Finance* 2265.

Iacobucci, Edward M. « The Effects of Disclosure on Executive Compensation » (1998) 48 *University of Toronto Law Journal* 489.

Iacobucci, Edward M. « Directors' Duties in Insolvency: Clarifying What Is at Stake » (2003) 39 *Revue canadienne de droit commercial* 398.

Ibrahim, Salma et Cynthia Lloyd. « The Association Between Non-Financial Performance Measures in Executive Compensation Contracts and Earnings Management » (2011) 30 *Journal of Accounting and Public Policy* 256.

Ikenberry, David et Josef Lakonishok. « Corporate Governance Through the Proxy Contest: Evidence and Implications » (1993) 66 *The Journal of Business* 405.

Issarawornrawanich, Panya. « The Association between Board of Directors' Characteristics and Firm Performance: Empirical Evidence from Emerging Market of Thailand » (2015) 17 *The Journal of Applied Business and Economics* 54.

Ittner, Christopher D., David F. Larcker et Madhav V. Rajan. « The Choice of Performance Measures in Annual Bonus Contracts » (1997) 72 *The Accounting Review* 231.

Ittner, Christopher D. et David F. Larcker. « Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction » (1998) 36 *Journal of Accounting Research* 1.

Ittner, Christopher D. et David F. Larcker. « Assessing Empirical Research in Managerial Accounting: A Value-Based Management Perspective » (2001) 32 *Journal of Accounting and Economics* 349.

Ittner, Christopher D. et David F. Larcker. « Determinants of Performance Measure Choices in Worker Incentive Plans » (2002) 20 *Journal of Labor Economics* 58.

Ittner, Christopher D., David F. Larcker et Marshall W. Meyer. « Subjectivity and the Weighting of Performance Measures: Evidence from a Balanced Scorecard » (2003) 78 *Accounting Review* 725.

Ittner, Christopher D., David F. Larcker et Taylor Randall. « Performance Implications of

Strategic Performance Measurement in Financial Services Firms » (2003) 28 *Accounting, Organizations and Society* 715.

Jacoby, Sanford M. « Convergence by Design: The Case of CalPERS in Japan » (2007) 55 *The American Journal of Comparative Law* 239.

Janjigian, Vahan et Paul J. Bolster. « The Elimination of Director Liability and Stockholder Returns: An Empirical Investigation » (1990) 13 *The Journal of Financial Research* 53.

Jeammaud, Antoine, Thierry Kirat et Marie-Claire Villeval. « Les règles juridiques, l'entreprise et son institutionnalisation : au croisement de l'économie et du droit » (1996) *Revue internationale de droit économique* 99.

Jensen, Michael C. « Organization Theory and Methodology » (1983) 58 *The Accounting Review* 319.

Jensen, Michael C. « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers » (1986) 76 *The American Economic Review* 323.

Jensen, Michael C. « Takeovers: Their Causes and Consequences » (1988) 2 *The Journal of Economic Perspectives* 21.

Jensen, Michael C. « Corporate Control and the Politics of Finance » (1991) 4 *Journal of Applied Corporate Finance* 13.

Jensen, Michael C. « The Modern Industrial Revolution, Exit, and Failure of the Internal Control Systems » (1993) 48 *Journal of Finance* 831.

Jensen, Michael C. « Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function » (2002) 12 *Business Ethics Quarterly* 235.

Jensen, Michael C. « Agency Costs of Overvalued Equity » (2005) 34 *Financial Management* 5.

Jensen, Michael C. et William H. Meckling. « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305.

Jensen, Michael C. et William H. Meckling. « Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination » (1979) 52 *The Journal of Business* 469.

Jensen, Michael C. et William H. Meckling. « Specific and General Knowledge, and Organizational Structure » (1995) 8 *Journal of Applied Corporate Finance* 4.

Jensen, Michael C. et Kevin J. Murphy. « CEO Incentives—Its Not How Much You Pay, But How » (1990) 68 *Harvard Business Review* 138.

Jensen, Michael C. et Kevin J. Murphy. « Performance Pay and Top Management Incentives » (1990) 98 *Journal of Political Economy* 225.

Jensen, Michael C. et Richard S. Ruback. « The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence » (1983) 11 *Journal of Financial Economics* 5.

Jeurisssen, Ronald. « The Social Function of Business Ethics » (2000) 10 *Business Ethics Quarterly* 821.

Johnson, Jason Scott. « The Statute of Frauds and Business Norms: A Testable Game-Theoretic Model » (1996) 144 *University of Pennsylvania Law Review* 1859.

Johnson, Jonathan L., Catherine M. Daily et Alan E. Ellstrand. « Boards of Directors: A Review and Research Agenda » (1996) 22 *Journal of Management* 409.

Johnson, Lyman. « The Delaware Judiciary and the Meaning of Corporate Life and Corporate Law » (1990) 68 *Texas Law Review* 865.

Johnson, Shane A. Harley E. Ryan et Yisong S. Tian. « Managerial Incentives and Corporate

Fraud: The Sources of Incentives Matter » (2009) 13 *Review of Finance* 115.

Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes et Andrei Shleifer. « Tunneling » (2000) 90 *American Economic Review* 22.

Jones, Renee M. « Law, Norms, and the Breakdown of the Board: Promoting Accountability in Corporate Governance » (2006) 92 *Iowa Law Review* 105.

Jones, Thomas M. « Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics » (1995) 20 *The Academy of Management Review* 404.

Jones, Thomas M. et Andrew C. Wicks. « Convergent Stakeholder Theory » (1999) 24 *The Academy of Management Review* 206.

Jones, Thomas M. et Will Felps. « Shareholder Wealth Maximization and Social Welfare: A Utilitarian Critique » (2013) 23 *Business Ethics Quarterly* 207.

Jordan, Cally. « The New Morality in Quebec Company Law: Directors' Liability After the Civil Code of Quebec » (1995) 25 *Canadian Business Law Journal* 216.

Joskow, Paul L. « Asset Specificity and the Structure of Vertical Relationships: Empirical Evidence » (1988) 4 *Journal of Law, Economics, and Organization* 95.

Judge, William Q. Jr et Carl P. Zeithaml. « Institutional and Strategic Choice Perspectives on Board Involvement in Strategic Decision Process », (1992) 35 *Academy of Management Journal* 766.

Kahan, Dan M. « What Do Alternative Sanctions Mean? » (1996) 63 *University of Chicago Law Review* 591.

Kahan, Dan M. « Social Influence, Social Meaning, and Deterrence » (1997) 83 *Virginia Law Review* 349.

Kahan, Marcel et Michael Klausner. « Antitakeover Provisions in Bonds: Bondholder Protection or Management Entrenchment » (1989) 40 *University of California Law Review* 931.

Kahan, Marcel et Edward B. Rock. « Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control » (2007) 3 *The Corporate Governance Law Review* 134.

Kahan, Marcel et Edward Rock. « Embattled CEOs » (2010) 88 *Texas Law Review* 987.

Kaplan, Robert S. et David P. Norton. « The Balanced Scorecard Measures That Drive Performance » (1992) 70 *Harvard Business Review* 71.

Kaplan, Robert S. et David P. Norton. « Transforming the Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management: Part I » (2001) 15 *Accounting Horizons* 87.

Kaplan, Robert S. et David P. Norton. « Transforming the Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management: Part II » (2001) 15 *Accounting Horizons* 147.

Kaplow, Louis et Steven Shavell. « Fairness versus Welfare » (2001) 114 *Harvard Law Review* 961.

Karmel, Roberta S. « Sould a Duty to the Corporation Be Imposed on Institutional Shareholders? » (2004) 60 *Business Lawyer* 1.

Karmel, Roberta S. « Voting Power without Responsibility or Risk: How Should Proxy Reform Address the Decoupling of Economic and Voting Rights » (2010) 55 *Villanova Law Review* 93.

Karpoff, Jonathan M. et John R. Lott, Jr. « The Reputational Penalty Firms Bear from Committing Criminal Fraud » (1993) 36 *The Journal of Law and Economics* 757.

Katelouzou, Dionysia. « Myths and Realities of Hedge Fund Activism: Some Empirical Evidence » (2013) 7 *Virginia Business and Law Review* 459.

Katelouzou, Dionysia. « Worldwide Hedge Fund Activism: Dimensions and Legal Determinants » (2015) 17 *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 789.

Kaufman, Allen et Ernie Englander. « A Team Production Model of Corporate Governance » (2005) 19 *The Academy of Management Executive* 9.

Keay, Andrew. « Comply or Explain in Corporate Governance Codes: In need of Greater Regulatory Oversight? » (2014) 34 *Legal Studies* 279.

Keller, Tiffany et Fred Dansereau. « Leadership and Empowerment: A Social Exchange Perspective » (1995) 48 *Human Relations* 127.

Kennedy, Kathryn J. « Excessive Executive Compensation: Prior Federal Attempts to Curb Perceived Abuses » (2010) 10 *Houston Business and Tax Law Journal* 196.

Kennerley, Mike et Andy Neely. « Measuring Performance in a Changing Business Environment » (2003) 23 *International Journal of Operations et Production Management* 213.

Khalil, Samer, Michel Magnan et Paul André. « The Adoption of Deferred Share Unit Plans for Outside Directors and Shareholder Wealth » (2008) 16 *Corporate Governance* 210.

Khenissi, Mohamed et Peter Wirtz. « Le processus stratégique de détermination de la rémunération des dirigeants : Les enseignements du Cas Vinci » (2015) 18 *Finance Contrôle Stratégie* 1.

Kidder, Deborah L. et Ann K. Buchholtz. « Can Excess Bring Success? CEO Compensation and the Psychological Contract » (2002) 12 *Human Resource Management Review* 599.

Kirat, Thierry. « L'allocation des risques dans les contrats : de l'économie des contrats "incomplets" à la pratique des contrats administratifs » (2003) 1 *Revue internationale de droit économique* 11.

Kitch, Edmund W. « The Theory and Practice of Securities Disclosure » (1995) 61 *Brooklyn Law Review* 763.

Klausner, Michael. « Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts » (1995) 81 *Virginia Law Review* 757.

Klausner, Michael. « The Contractarian Theory of Corporate Law: A Generation Later » (2006) 31 *The Journal of Corporation Law* 779.

Klausner, Michael. « Fact and Fiction in Corporate Law and Governance » (2013) 65 *Stanford Law Review* 1325.

Klein, April. « Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management » (2002) 33 *Journal of Accounting and Economics* 375.

Klein, April. « Economic Determinants of Audit Committee Independence » (2002) 77 *The Accounting Review* 435.

Klein, Benjamin. « Transaction Cost Determinants of "Unfair" Contractual Arrangements » (1980) 70 *The American Economic Review* 356.

Klein, Benjamin. « Contracting Costs and Residual Claims: The Separation of Ownership and Control » (1983) 26 *The Journal of Law and Economics* 367.

Klein, Benjamin, Robert G. Crawford et Armen A. Alchian. « Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process » (1978) 21 *The Journal of Law and Economics* 297.

Klein, Benjamin et Keith B. Leffler. « The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance » (1981) 89 *Journal of Political Economy* 615.

Knutt, Nathan. « Executive Compensation Regulation: Corporate America, Heal Thyself » (2005) 47 *Arizona Law Review* 493.

Koppes, Richard H., Lyle G. Ganske et Charles T. Haag. « Corporate Governance out of Focus: The Debate over Classified Boards » (1999) 54 *Business Lawyer* 1023.

Kosnik, Rita D. « Greenmail: A Study of Board Performance in Corporate Governance » (1987) 32 *Administrative Science Quarterly* 163.

Kostritsky, Juliet P. « Taxonomy for Justifying Legal Intervention in an Imperfect World: What To Do When Parties Have Not Achieved Bargains or Have Drafted Incomplete Contracts » (2004) 2 *Wisconsin Law Review* 323.

Kraimer, Maria L. « Organizational Goals and Values: A Socialization Model » (1997) 7 *Human Resource Management Review* 425.

Kramer, Roderick M. « Trust and Distrust in Organizations: Emerging Perspectives, Enduring Questions » (1999) 50 *Annual Review of Psychology* 569.

Kranacher, Mary-Jo, Bonnie W. Morris, Timothy A. Pearson et Richard A. Riley. « A Model Curriculum for Education in Fraud and Forensic Accounting » (2008) 23 *Issues in Accounting Education* 505.

Kraus, Jody S. et Jules L. Coleman. « Morality and the Theory of Rational Choice » (1987) 97 *Ethics* 715.

Kripke, Homer. « Fifty Years of Securities Regulation in Search of a Purpose » (1984) 21 *San Diego Law Review* 257.

Lambert, Richard A. et David F. Larcker. « An Analysis of the use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts » (1987) 25 *Journal of Accounting Research* 85.

Lambert, Richard A., David F. Larcker et Keith Weigelt. « The Structure of Organizational Incentives » (1993) 38 *Administrative Science Quarterly* 438.

Lang, James R. et Daniel E. Lockhart. « Increased Environmental Uncertainty and Changes in Board Linkage Patterns » (1990) 33 *The Academy of Management Journal* 106.

Langevin, Louise. « Mythes et réalités : la personne raisonnable dans le livre “Des obligations” du Code civil du Québec » (2005) 46 *Les Cahiers de Droit* 353.

Langevoort, Donald C. « Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms) » (1997) 146 *University of Pennsylvania Law Review* 101.

Langevoort, Donald C. « The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms, and the Unintended Consequences of Independence and Accountability » (2001) 89 *Georgetown Law Journal* 797.

Langevoort, Donald C. « The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets » (2009) 95 *Virginia Law Review* 1025.

Langevoort, Donald C. et Robert B. Thompson. « “Publicness” in Contemporary Securities

Regulation after the JOBS Act » (2013) 101 *Georgetown Law Journal* 337.

Langlois, Richard N. « Contract, Competition, and Efficiency » (1989) 55 *Brooklyn Law Review* 831.

Langlois, Richard N. et Nicolai J. Foss. « Capabilities and Governance: The Rebirth of Production in the Theory of Economic Organization » (1996) 52 *Kyklos* 201.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer et Robert W. Vishny. « Law and Finance » (1998) 106 *Journal of Political Economy* 1113.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes et Andrei Shleifer. « Corporate Ownership around the World » (1999) 54 *The Journal of Finance* 471.

Larker, David F. « Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms » (2015) 58 *The Journal of Law and Economics* 173.

Larker, David F., Allan L. McCall et Gaizka Ormazabal. « Proxy Advisory Firms and Stock Option Repricing » (2013) 56 *Journal of Accounting and Economics* 149.

Larker, David F., Allan L. McCall et Gaizka Ormazabal. « Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms » (2015) 58 *The Journal of Law and Economics* 173.

Larson, Andrea. « Network Dyads in Entrepreneurial Settings: A Study of the Governance of Exchange Relationships » (1992) 37 *Administrative Science Quarterly* 76.

Lausten, Mette. « CEO Turnover, Firm Performance and Corporate Governance: Empirical Evidence on Danish Firms » (2002) 20 *International Journal of Industrial Organization* 391.

Lee, Peggy M. et Hugh M. O'Neill. « Ownership Structures and R&D Investments of U.S. and Japanese Firms: Agency and Stewardship Perspectives » (2003) 46 *The Academy of Management Journal* 212.

Lee, Sharon Kay, William Bosworth et Franklin Kudo. « Compensation Committees: Independence and Firm Performance » (2016) 42 *Managerial Finance* 23.

Le Maux, Julien. « Les bénéfices privés : une rupture de l'égalité entre actionnaires » (2003) 6 *Finance Contrôle Stratégie* 63.

Le Maux, Julien. « La "coalition de contrôle". Un outil au service de la gouvernance » (2008) 181 *Revue française de gestion* 15.

Le Maux, Julien, Nadia Smaïli et Ben Amar Walid. « De la fraude en gestion à la gestion de la fraude. Une revue de la littérature » (2013) 2 *Revue française de gestion* 73.

Lessig, Lawrence. « The Regulation of Social Meaning » (1995) 62 *University of Chicago Law Review* 943.

Lessig, Lawrence. « The New Chicago School » (1998) 27 *The Journal of Legal Studies* 661.

Le Tian, Constance et Bertrand Venard. « Pour une approche contingente de la gouvernance » (2012) 16 *Management international* 25.

Li, Mingfang et Roy L. Simerly. « The Moderating Effect of Environmental Dynamism on the Ownership and Performance Relationship » (1998) 19 *Strategic Management Journal* 169.

Lieberman, Marvin B. et David B. Montgomery. « First-Mover Advantages » (1988) 9 *Strategic Management Journal* 41.

Lintner, John. « Expectations, Mergers and Equilibrium in Purely Competitive Securities Markets » (1971) 61 *The American Economic Review* 101.

Lipe, Marlys Gascho et Steven Salterio. « A Note on the Judgmental Effects of the Balanced Scorecard's Information Organization » (2002) 27 *Accounting, Organizations and Society* 531.

Lipton, Martin. « Pills, Polls, and Professors Redux » (2002) 69 *University of Chicago Law Review* 1037.

Lipton, Martin et Steven A. Rosenblum. « A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors » (1991) 58 *University of Chicago Law Review* 187.

Lipton, Martin et Jay W. Lorsch. « A Modest Proposal for Improved Corporate Governance » (1992) 48 *The Business Lawyer* 59.

Lipton, Martin et Steven A. Rosenblum. « Election Contests in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come » (2003) 59 *Business Lawyer* 67.

Lipton, Martin et William Savitt. « The Many Myths of Lucian Bebchuk » (2007) 93 *Virginia Law Review* 733.

Lizée, Marcel. « Le principe du meilleur intérêt de la société commerciale en droit anglais et comparé » (1989) 34 *McGill Law Journal* 653.

Loasby, Brian J. « A Cognitive Perspective on Entrepreneurship and the Firm » (2007) 44 *Journal of Management Studies* 1078.

Lortie, Pierre. « The Nomination of Corporate Directors: The Case for Well Delineated Responsibilities » (2015) 49 *Revue juridique Thémis* 783.

Lucero, Margaret A. et Robert E. Allen. « Employee Benefits: A Growing Source of Psychological Contract Violations » (1994) 33 *Human Resource Management* 425.

Luft, Joan. « Nonfinancial Information and Accounting: A Reconsideration of Benefits and Challenges » (2009) 23 *Accounting Horizons* 307.

Lund, Andrew C. W. « Say on Pay's Bundling Problems » (2011) 99 *Kentucky Law Journal* 119.

MacAvoy, Paul W. et Ira M. Millstein. « The Active Board of Directors and Its Effect on the Performance of the Large Publicly Traded Corporation » (1999) 11 *Journal of Applied Corporate Finance* 8.

Macey, Jonathan R. « Externalities, Firm-Specific Capital Investments, and the Legal Treatment of Fundamental Corporate Changes' » (1989) *Duke Law Journal* 173.

Macey, Jonathan R. « An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties » (1991) 21 *Stetson Law Review* 23.

Macey, Jonathan R. « Corporate Law and Corporate Governance: A Contractual Perspective » (1993) 18 *The Journal of Corporation Law* 185.

Macey, Jonathan R. « Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Nonshareholder Constituencies from a Theory of the Firm Perspective » (1999) 84 *Cornell Law Review* 1266.

Macey, Jonathan. « The Nature of Conflict of Interest Within the Firm » (2006) 31 *Journal of Corporation Law* 613.

Macey, Jonathan R. et Geoffrey P. Miller. « Corporate Stakeholders: A Contractual Perspective » (1993) 43 *University of Toronto Law Journal* 401.

McFarlane Shore, Lynn et Sandy J. Wayne. « Commitment and Employee Behavior: A Comparison of Affective Commitment and Continuance Commitment with Perceived

Organizational Support » (1993) 78 *Journal of Applied Psychology* 774.

MacIntosh, Jeffrey G. « Minority Shareholder Rights in Canada and England: 1860–1987 » (1989) 27 *Osgoode Hall Law Journal* 561.

MacIntosh, Jeffrey G. « The Role of Institutional and Retail Investors in Canadian Capital Markets » (1993) 31 *Osgoode Hall Law Journal* 371.

MacIntosh, Jeffrey G. « Institutional Shareholders and Corporate Governance in Canada » (1996) 26 *Canadian Business Law Journal* 145.

Mack, Eric. « Gauthier on Rights and Economic Rent » (1992) 9 *Social Philosophy and Policy* 171.

MacNeil, Iain et Xiao Li. « "Comply or Explain": Market Discipline and Non-Compliance with the Combined Code » (2006) 14 *Corporate Governance: An International Review* 486.

Macneil, Ian R. « The Many Future of Contracts » (1974) 47 *Southern California Law Review* 691.

Macneil, Ian R. « Relational Contracts: What We Do and Do Not Know » (1985) *Wisconsin Law Review* 483.

Maddaugh, Peter D. « Confidence Abused: Lac Minerals Ltd. v. International Corona Resources Ltd. » (1990) 16 *Canadian Business Law Journal* 198.

Magnan, Michel. « A Critical Analysis of Six Practices Underlying Executive Compensation Practices » (2009) 41 *Compensation & Benefits Review* 42.

Magnan, Michel et Denis Cormier. « Fraudes financières et dirigeants d'entreprise : les leçons à tirer » (2010) 35 *Gestion* 61.

Maitland, Ian. « Virtuous Markets: The Market as School of the Virtues » (1997) 7 *Business Ethics Quarterly* 17.

Malatesta, Paul H. « The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms » (1983) 11 *Journal of Financial* Economics 155.

Malina, Mary A. et Frank H. Selto. « Communicating and Controlling Strategy: An Empirical Study of the Effectiveness of the Balanced Scorecard » (2001) 13 *Journal of Management Accounting Research* 47.

Mallin, Christine. « Corporate Governance and the Bottom Line » (2001) 9 *Corporate Governance* 77.

Maloney, M.A. « Whither the Statutory Derivative Action? » (1986) 64 *Canadian Bar Review* 309.

Mandelker, Gershon. « Risk and Return: The Case of Merging Firms » (1974) 1 *Journal of Financial Economics* 303.

Mangen, Claudine et Michel Magnan. « "Say on pay": A Wolf in Sheep's Clothing? » (2012) 26 *Academy of Management Perspectives* 86.

Manne, Geoffrey A. « The Hydraulic Theory of Disclosure Regulation and Other Costs of Disclosure » (2007) 58 *Alabama Law Review* 473.

Manne, Henry G. « Mergers and the Market for Corporate Control » (1965) 73 *The Journal of Political Economy* 110.

Manne, Henry G. « Our Two Corporation Systems: Law and Economics » (1967) 53 *Virginia Law Review* 259.

Marchesani, Daniele. « A New Approach to Fiduciary Duties and Employees: Wrongful

Discharge in Violation of Public Policy » (2007) 75 *University of Cincinnati Law Review* 1453.

Margiotta, Mary M. et Robert A. Miller. « Managerial Compensation and The Cost of Moral Hazard » (2000) 41 *International Economic Review* 669.

Marino, Biagio. « Show Me the Money: The CEO Pay Ration Disclosure Rule and the Quest for Effective Executive Compensation Reform » (2016) 85 *Fordham Law Review* 1355.

Markham, Jerry W. « Regulating Excessive Executive Compensation—Why Bother? » (2007) 2 *Journal of Business & Technology Law* 277.

Marsh, Harold. « Are Directors Trustees? Conflict of lnterest and Corporate Morality » (1966) 22 *Business Lawyer* 35.

Martel, Paul. « Les devoirs de loyauté des administrateurs de sociétés par actions fédérales — impact du Code civil du Québec » (2001) 61 *Revue du Barreau* 323.

Martel, Paul. « Les devoirs de loyauté des administrateurs de sociétés par actions fédérales — impact du *Code civil du Québec* » (2008) 42 *Revue juridique Thémis* 149.

Martel, Paul. « Les devoirs de prudence, de diligence et de compétence des administrateurs de sociétés par actions fédérales – impact du Code civil du Québec » (2008) 42 *Revue juridique Thémis* 235.

Martin, Shaun et Frank Partnoy. « Encumbered Shares » (2005) *University of Illinois Law Review* 775.

Matheson, John H. et Brent A. Olson. « Corporate Law and the Longterm Shareholder Model of Corporate Governance » (1992) 76 *Minnesota Law Review* 1313.

Matheson, John H. et Brent A. Olson. « Corporate Cooperation, Relationship Management, and the Trialogical Imperative for Corporate Law » (1994) 78 *Minnesota Law Review* 1443.

Matsusaka, John G. « Takeover Motives during the Conglomerate Merger Wave » (1993) 24 *The RAND Journal of Economics* 357 à la p 358.

Matthews, Robin C. O. « Morality, Competition and Efficiency » (1981) 49 *The Manchester School of Economics and Social Studies* 289.

Mayer, Roger C., James H. Davis et F. David Schoorman. « An Integrative Model of Organizational Trust » (1995) 20 *The Academy of Management Review* 709.

Mazeaud, Denis. « Rapport de synthèse présenté 94e Congrès des notaires. Le contrat, liberté contractuelle et sécurité juridique », Defrénois (15 octobre 1998), art 36874, 1137, n 19.

McAdams, Richard H. « Signaling Discount Rates: Law, Norms, and Economic Methodology (reviewing Eric A. Posner, *Law and Social Norms* [2000]) » (2001) 110 *Yale Law Journal* 625.

McAfee, Randolp P. et John McMillan. « Optimal Contracts for Teams » (1991) 32 *International Economic Review* 561.

McAllister, Daniel J. « Affect- and Cognition-Based Trust as Foundations for Interpersonal Cooperation in Organization » (1995) 38 *Academy of Management Journal* 24.

McCahery, Joseph A., Zacharias Sautner et Laura T. Starks. « Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors » (2016) 71 *Journal of Finance* 2905.

McConvill, James. « Shareholder Empowerment as an End in Itself: A New Perspective on Allocation of Power in the Modern Corporation » (2007) 33 *Ohio Northern University Law Review* 1013.

McFadden, Daniel. « Rationality for Economists? » (1999) 19 *The Journal of Risk and Uncertainty* 73.

McLean Parks, Judi et Deborah A. Schmedemann. « When Promises Become Contracts: Implied Contracts and Handbook Provisions on Job Security » (1994) 33 *Human Resource Management* 403.

McLean Parks, Judi, Deborah L. Kidder et Daniel G. Gallagher. « Fitting Square Pegs into Round Holes: Mapping the Domain of Contingent Work Arrangements onto the Psychological Contract » (1998) 19 *Journal of Organizational Behavior* 697.

Meade, James Edward. « External Economies and Diseconomies in a Competitive Situation » (1952) 62 *The Economic Journal* 54.

Meese, Alan J. « The Team Production Theory of Corporate Law: A Critical Assessment » (2002) 43 *William and Mary Law Review* 1629.

Mendelson, Nina A. « A Control-Based Approach to Shareholder Liability for Corporate Torts » (2002) 102 *Columbia Law Review* 1203.

Mfouapon, Georges Kriyoss et Jules Roger Feudjo. « Les déterminants de l'efficacité du conseil d'administration (CA) : une exploration à partir des caractéristiques du Président du CA » (2015) 106 *Recherches en Sciences de Gestion* 25.

Melicher, Ronald W., Johannes Ledolter et Louis J. D'Antonio. « A Time Series Analysis of Aggregate Merger Activity » (1983) 65 *The Review of Economics and Statistics* 423.

Ménard, Claude. « Comportement rationnel et coopération : le dilemme organisationnel » (1994) 24-25 *Cahiers d'économie politique* 185.

Milgrom, Paul R., Douglass C. North et Barry R. Weingast. « The Role of Institutions in the Revival of Trade: The Law Merchant, Private Judges, and the Champagne Fairs » (1990) 2 *Economics and Politics* 1.

Millard, Éric. « Hauriou et la théorie de l'institution » (1995) 30-31 *Droit et Société* 381.

Million, David. « Theories of the Corporation » (1990) *Duke Law Journal* 201.

Million, David. « New Directions In Corporate Law Communitarians, Contractarians, And The Crisis In Corporate Law » (1993) 50 *Washington and Lee Law Review* 1373.

Minichilli, Alessandro, Alessandro Zattoni et Fabio Zona. « Making Boards Effective: An Empirical Examination of Board Task Performance » (2009) 20 *British Journal of Management* 55.

Mirrlees, James A. « The Optimal Structure of Incentives and Authority within an Organization » (1976) 7 *The Bell Jounal of Economics* 105.

Mishra, Chandra S., Daniel L. McConaughy et David H. Gobeli. « Effectiveness of CEO Pay-for-Performance » (2000) 9 *Review of Financial Economics* 1.

Mitchell, Dalia Tsuk. « Shareholders as Proxies: The Contours of Shareholder Democracy » (2006) 63 *Washington & Lee Law Review* 1503.

Mitchell, Lawrence E. « The Death of Fiduciary Duty in Close Corporation » (1990) 138 *University of Pennsylvania Law Review* 1675.

Mitchell, Lawrence E. « The Fairness Rights of Corporate Bondholders » (1990) 65 *New York University Law Review* 1165.

Mitchell, Lawrence E. « A Critical Look at Corporate Governance » (1992) 45 *Vanderbilt Law Review* 1263.

Mitchell, Lawrence E. « A Theoretical and Pratical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes » (1992) 70 *Texas Law Review* 579.

Mitchell, Lawrence E. « The Puzzling Paradox of Preferred Stock (And Why We Should Care About It) » (1996) 51 *Business Law* 443.

Mitchell, Lawrence E. « The Innocent Shareholder: An Essay on Compensation and Deterrence in Securities Class-Action Lawsuits » (2009) 2 *Wisconsin Law Review* 243.

Mitchell, Lawrence E. « The Legitimate Rights of Public Shareholders » (2009) 24 *Washington and Lee Law Review* 1635.

Mitchell, Ronald K. Bradley R. Agle et Donna J. Wood. « Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts » (1997) 22 *The Academy of Management Review* 853.

Mookherjee, Dilip. « Optimal Incentive Schemes with Many Agents » (1984) 51 *The Review Economics Studies* 433.

Moore, Geoff. « Tinged Shareholder Theory: Or What's so Special About Stakeholders? » (1999) 8 *Business Ethics: A European Review* 117.

Morck, Randall K. « On the Economics of Concentrated Ownership » (1996) 26 *Canadian Business Law Journal* 63.

Morck, Randall, Andrei Shleifer et Robert W. Vishny. « Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis » (1988) 20 *Journal of Financial Economics* 293.

Morrison, Elizabeth Wolfe et Frances J. Milliken. « Organizational Silence: A Barrier to Change and Development in a Pluralistic World » (2000) 25 *The Academy of Management Review* 706.

Morrison, Elizabeth Wolfe et Sandra L. Robinson. « When Employees Feel Betrayed: A Model of How Psychological Contract Violation Develops » (1997) 22 *Academy of Management Review* 226.

Mueller, Dennis C. « A Theory of Conglomerate Mergers » (1969) 83 *The Quarterly Journal of Economics* 643.

Murphy, Kevin J. « Incentives, Learning, and Compensation: A Theoretical and Empirical Investigation of Managerial Labor Contracts » (1986) 17 *The RAND Journal of Economics* 59.

Myers, Minor. « The Perils of Shareholder Voting on Executive Compensation » (2011) 48 *Delaware Journal of Corporate Law* 417.

Naccarato, Mario. « La juridicité de la confiance dans le contexte des contrats de services de conseils financiers et de gestion de portefeuille » (2009) 39 *Revue générale de droit* 457.

Nagar, Venky et Madhav V. Rajan. « The Revenue Implications of Financial and Operational Measures of Product Quality » (2001) 76 *The Accounting Review* 495.

Narayanan, M. P., Cindy A. Schipani et H. Nejat Seyhun. « The Economic Impact of Backdating of Executive Stock Options » (2007) 105 *Michigan Law Review* 1597.

Naveen, Lalitha. « Organizational Complexity and Succession Planning » (2006) 41 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 661.

Neely, Andy et Mohammed Al Najjar. « Management Learning Not Management Control: The True Role of Performance Measurement » (2006) 48 *California Management Review* 101.

Nelson, Richard R. « Why Do Firms Differ, and How Does It Matter? » (1991) 12 *Strategic Management Journal* 61.

Newman, Harry A. et Haim A. Mozes. « Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices? » (1999) 28 *Financial Management* 41.

Nili, Yaron. « The "New Insiders": Rethinking Independent Directors' Tenure » (2016) 68 *Hasting Law Journal* 97.

Noël, Christine Lemaitre et Etienne Redor. « Les parachutes dorés sont-ils (vraiment) contraires à l'éthique ? » (2010) 298:3 *Humanisme et Entreprise* 29.

Nolan, Richard C. « The Legal Control of Directors' Conflicts of Interest in the United Kingdom: Non-Executive Directors Following the Higgs Report » (2005) 6 *Theoretical Inquiries in Law* 413.

Ong, D. S. K. « Fiduciaries: Identification and Remedies » (1984–1986) 8 *University of Tasmania Law Review* 311.

Orts, Eric W. et Alan Strudler. « The Ethical and Environmental Limits of Stakeholder Theory » (2002) 12 *Business Ethics Quarterly* 215.

Oviatt, Benjamin M. « Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests » (1988) 13 *The Academy of Management Review* 214.

Ozkan, Neslihan. « Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies » (2007) 17 *Journal of Multinational Financial Management* 349.

Pain, Lynn Sharp. « Does Ethics Pay? » (2000) 10 *Business Ethics Quarterly* 319.

Paredes, Troy A. « Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation » (2003) 81 *Washington University Law Quarterly* 417.

Paredes, Troy A. « The Firm and the Nature of Control: Toward a Theory of Takeover Law » (2003) 29 *Journal of Corporation Law* 103.

Paredes, Troy A. « Too Much Pay, Too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, CEOS, and Corporate Governance Corporate Decisionmaking » (2005) 32 *Florida State University Law Review* 673.

Park, James J. « Reassessing the Distinction Between Corporate and Securities Law » (2017) 64 *University of California Law Review* 116.

Parkinson, John et Gavin Kelly. « The Combined Code on Corporate Governance » (1999) 70 *The Political Quarterly* 101.

Pasquero, Jean. « Entreprise, Développement durable et théorie des parties prenantes : esquisse d'un arrimage socio-constructionniste » (2008) 12 *Management International* 27.

Pearce, John A. et Shaker A. Zahra. « The Relative Power of CEOs and Boards of Directors Associations with Corporate Performance » (1991) 12 *Strategic Management Journal* 135.

Pearce, John A. et Shaker A. Zahra. « Board Composition from a Strategic Contingency Perspective » (1992) 29 *Journal of Management Studies* 411.

Persons, Obeua S. « The Effects of Fraud and Lawsuit Revelation on U.S. Executive Turnover and Compensation » (2006) 64 *Journal of Business Ethics* 405.

Pfeffer, Jeffrey. « Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization

and its Environment » (1972) 17 *Administrative Science Quarterly* 218.

Phillips, Robert A. « Stakeholder Theory and A Principle of Fairness » (1997) 7 *Business Ethics Quarterly* 51.

Pi, Lynn et Stephen G. Timme. « Corporate Control and Bank Efficiency » (1993) 17 *Journal of Banking and Finance* 515.

Piketty, Thomas et Emmanuel Saez. « The Evolution of Top Incomes: A Historical and International Perspective » (2006) 96 *American Economic Review* 200.

Pildes, Richard H. « What Kind of Right Is the "Right to Vote"? (2007) 93 *Virginia Law Review in Brief* 45.

Pilisuk, Marc et Paul Skolnick. « Inducing Trust: A Test of the Osgood Proposal » (1968) 8 *Journal of Personality and Social Psychology* 121.

Pitchford, Rohan. « Moral hazard and Limited Liability: The Real Effects of Contract Bargaining » (1998) 61 *Economics Letters* 251.

P'ng, Ivan P. L. « Strategic Behavior in Suit, Settlement, and Trial » (1983) 14 *The Bell Journal of Economics* 539.

Poincelot, Évelyne et Grégory Wegmann. « Utilisation des critères non financiers pour évaluer ou piloter la performance : analyse théorique » (2005) 11 *Comptabilité — Contrôle – Audit* 109.

Pound, John. « The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control » (1993) 68 *New York University Law Review* 1003.

Pound, John. « The Promise of the Governed Corporation » (1995) 73 *Harvard Business Review* 89.

Popov, Evgeny V. et Victoria L. Simonova. « Forms of Opportunism Between Principals and Agents » (2006) 12 *International Advances in Economic Research* 115.

Porter, Michael E. « Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System » (1992) 70 *Harvard Business Review* 65.

Posner, Eric A. « Symbols, Signals and Social Norms in Politics and the Law » (1998) 27 *The Journal of Legal Studies* 765.

Posner, Eric A. « Law and Social Norms: The Case of Tax Compliance » (2000) 86 *Virginia Law Review* 1781.

Posner, Richard A. « Utilitarianism, Economics and Legal Theory » (1979) 8 *The Journal of Legal Studies* 103.

Posner, Richard A. « The Law and Economics of Contract Interpretation » (2005) 83 *Texas Law Review* 1581.

Pratte, Caroline. « Essai sur le rapport entre la société par actions et ses dirigeants dans le cadre du Code civil du Québec » (1994) 39 *McGill Law Journal* 1.

Pye, Annie. « The Changing Power of "explanations": Directors, Academics and their Sensemaking from 1989 to 2000 » (2002) 39 *Joumal of Management Studies* 907.

Raheja, Charu G. « Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards » (2005) 40 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 283.

Rajan, Raghuram G. et Luigi Zingales. « Power in a Theory of the Firm » (1998) 113 *The Quarterly Journal of Economics* 387.

Rajan, Raghuram G. et Luigi Zingales. « The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Theory of the

Origins and Growth of Firms » (2001) 116 *The Quarterly Journal of Economics* 805.

Rajan, Raghuram G. et Julie Wulf. « Are Perks Purely Managerial Excess? » (2006) 79 *Journal of Financial Economics* 1.

Rebérioux, Antoine. « Governance d'entreprise et théorie de la firme. Quelle(s) alternative(s) à la valeur actionnariale ? » (2003) 104 *Revue d'économie industrielle* 85.

Rebérioux Antoine. « Les fondements microéconomiques de la valeur actionnariale. Une revue critique de la littérature » (2005) 56 *Revue économique* 51.

Rechner, Paula L. et Dan R. Dalton. « CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis » (1991) 12 *Strategic Management Journal* 155.

Reeder, Matt. « You Can't Stop What You Can't See: Complimentary Risk Mitigation Through Compensation Disclosure » (2017) 8 *William and Mary Business Law Review* 241.

Rees, William et Charles Sutcliffe. « Quantitative Non-Financial Information and Income Measures: The Case of Long-Term Contracts » (1994) 21 *Journal of Business Finance and Accounting* 331.

Reich-Graefe, René. « Deconstructing Corporate Governance: The Mechanics of Trusting » (2013) 38 *Delaware Journal of Corporate Law* 103.

Renard, Georges. « De l'institution à la conception analogique du droit » (1935) 5 *Archives de philosophie du droit et de sociologie juridique* 81.

Ribstein, Larry E. « Takeover Defenses and the Corporate Contract » (1989) 78 *Georgetown Law Journal* 71.

Ribstein, Larry E. « Statutory Forms for Closely Held Firms: Theories and Evidence From LLCs » (1995) 73 *Washington University Law Quarterly* 369.

Richardson, George B. « The Organization of Industry » (1972) 82 *The Economic Journal* 883.

Rindova, Violina P. « What Corporate Boards have to do with Strategy: A Cognitive Perspective » (1999) 36 *Journal of Management Studies* 953.

Robé, Jean-Philippe. « L'entreprise en droit » (1995) 29 *Droit et Société* 117.

Roberts, David R. « A General Theory of Executive Compensation Based on Statistically Tested Propositions » (1956) 70 *The Quarterly Journal of Economics* 270.

Robinson, Sandra L., Matthew S. Kraatz et Denise M. Rousseau. « Changing Obligations and The Psychological Contract: A Longitudinal Study » (1994) 37 *The Academy of Management Journal* 137.

Rock, Edward B. « The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism » (1991) 79 *Georgetown Law Journal* 445.

Rock, Edward B. « America's Shifting Fascination with Comparative Corporate Governance » (1996) 74 *Washington University Law Quarterly* 367.

Rock, Edward B. « Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work? » (1996) 44 *University of California Law Review* 1009.

Rock, Edward B. et Michael L. Watcher. « The Enforcability of Norms and the Employment Relationship » (1996) 144 *University of Pennsylvania Law Review* 1913.

Rock, Edward B. et Michael L. Wachter. « Waiting for the Omelet to Set: Match-Specic Assets and Minority Oppression in Close Corporations » (1999) 24 *Journal of Corporation Law* 913.

Rock, Edward B. et Michael L. Wachter. « Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the

Self-Governing Corporation » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1619.

Rock, Edward B. et Michael L. Wachter. « Norms & Corporate Law » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1607.

Rodriguez, Usha. « From Loyalty to Conflict: Addressing Fiduciary Duty at the Officer Level » (2009) 61 *University of Florida Law Review* 1.

Roe, Mark J. « A Political Theory of American Corporate Finance » (1991) 91 *Columbia Law Review* 10.

Roe, Mark J. « Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control » (2000) 53 *Stanford Law Review* 539.

Roe, Mark J. « The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 2063.

Romano, Roberta. « Corporate Governance in the Aftermath of the Insurance Crisis » (1990) 39 *Emory Law Journal* 1155.

Romano, Roberta. « The Shareholder Suit: Litigation without Foundation? » (1991) 7 *Journal of Law, Economics, and Organization* 55.

Romano, Roberta. « Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered » (1993) 93 *Columbia Law Review* 795.

Romano, Roberta. « The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance » (2005) 114 *Yale Law Journal* 1521.

Rosenberg, David et Steven Shavell. « A Model in which Suits are Brought for their Nuisance Value » (1983) 5 *International Review of Law and Economics* 3.

Rosenberg, David et Steven Shavell. « A Solution to the Problem of Nuisance Suits: The Option to Have the Court Bar Settlement » (2006) 26 *International Review of Law and Economics* 42.

Rosenblum, Steven A. « Hedge Fund Activism, Short-Termism, and a New Paradigm of Corporate Governance » (2017) 126 *The Yale Law Journal Forum* 538.

Ross, Stephen A. « The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem » (1973) 63 *The American Economic Review* 134.

Rousseau, Denise M. « Psychological and Implied Contracts in Organizations » (1989) 2 *Employee Rights and Responsibilities Journal* 121.

Rousseau, Denise M. et Kimberly A. Wade-Benzoni. « Linking Strategy and Human Resource Practices: How Employee and Customer Contracts are Created » (1994) 33 *Human Resource Management Review* 463.

Rousseau, Denise M. et Snehal A. Tijoriwala. « What's a Good Reason to Change? Motivated Reasoning and Social Accounts in Promoting Organizational Change » (1999) 84 *Journal of Applied Psychology* 514.

Rousseau, Stéphane. « Duties of Directors of Financially Distressed Corporations: A Québec Perspective on Peoples Case » (2003) 39 *Canadian Business Law Journal* 368.

Rousseau, Stéphane. « Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes : réflexions sur la règle du jugement d'affaires » (2004) 45 *Les cahiers de droit* 469.

Rousseau, Stéphane. « Directors Duty of Care after Peoples: Would It Be Wise to Start Worrying about Liability » (2005) 41 *Canadian Business Law Journal* 223.

Rousseau, Stéphane. « Le Say on Pay : l'expérience nord-américaine » (2014) 2 *Revue trimestrielle de droit commercial* 461.

Rousseau, Stéphane, Gabriel Faure et Nadia Smaïli. « La responsabilité civile des administrateurs pour les retenues à la source : Une étude de la défense de diligence raisonnable en matière fiscale » (2015) 45 *Revue de droit d'Ottawa* 441.

Rose, Paul. « The Corporate Governance Industry » (2007) 32 *Journal of Corporation Law* 887.

Rucci, Anthony J., Steven P. Kirn et Richard T. Quinn. « The Employee-Customer-Profit Chain At Sears » (1998) *Harvard Business Review* 82.

Ruder, David S. « Duty of Loyalty — A Law Professor's Status Report » (1985) 40 *Business Lawyer* 1383.

Rutledge, Robert W., Khondkar E. Karim et Siyu Lu. « The Effects of Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: Evidence from the NASDAQ-100 Index with Controls for Endogeneity » (2016) 18 *Journal of Applied Business and Economics* 49.

Said, Amal A., Hassan R. HassabElnaby et Benson Wier. « An Empirical Investigation of the Performance Consequences of Nonfinancial Measures » (2003) 15 *Journal of Management Accounting Research* 193.

Sally, David. « Conversation and Cooperation in Social Dilemmas: A Meta-Analysis of Experiments from 1958 to 1992 » (1995) 7 *Rationality and Sociology* 58.

Sandmo, Agnar. « Optimal Taxation in the Presence of Externalities » (1975) 77 *The Swedish Journal of Economics* 86.

Sapp, Stephen G. « The Impact of Corporate Governance on Executive Compensation » (2008) *14 European Financial Management* 710.

Sarra, Janis. « Shareholders as Winners and Losers under the Amended Canada Business Corporations Act » (2003) 39 *Canadian Business Law Journal* 52.

Sarra, Janis. « The Corporation as Symphony: Are Shareholders First Violin or Second Fiddle? » (2003) 36 *University of British Columbia* 403.

Scarlett, Ann M. « Imitation or Improvement? The Evolution of Shareholder Derivative Litigation in the United States, United Kingdom, Canada, and Australia » (2011) 28 *Arizona Journal of International and Comparative Law* 570.

Schellenger, Michael H. Schellenger, David D. Wood et Ahmad Tashakori. « Board Of Director Composition, Shareholder Wealth, And Dividend Policy » (1989) 15 *Journal of Management* 457.

Schlunk, Herwig. « Some Thoughts on the Evolution of Executive Equity Compensation » (2011) 64 *Vanderbilt Law Review* 73.

Schreck, Philipp. « Experimental Economics and Normative Business Ethics » (2016) 12 *University of St. Thomas Law Journal* 360.

Schwab Stewart J. « A Coasean Experiment on Contract Presumptions » (1988) 17 *The Journal of Legal Studies* 237.

Schwartz, Alan. « Proposals for Products Liability Reform: A Theoretical Synthesis » (1988) 97 *Yale Law Journal* 353.

Schwartz, Alan. « Relational Contracts in the Courts: An Analysis of Incomplete Agreements and Judicial Strategies » (1992) 21 *The Journal of Legal Studies* 271.

Schwartz, Andrew A. « Financing Corporate Elections » (2016) 41 *The Journal of Corporation*

Law 863.

Scott, Austin W. « The Fiduciary Principle » (1949) 37 *California Law Review* 539.

Scott, Kenneth E. « Corporation Law and the American Law Institute Corporate Governance Project » (1983) 35 *Stanford Law Review* 927.

Scott, Kenneth E. « Bounded Rationality and Social Norms: Concluding Comment » (1994) 150 *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 315.

Scott, Kenneth E. « The Role of Corporate Governance in South Korean Economic Reform » (1998) 10 *Journal of Applied Corporate Finance* 8.

Scott, Robert E. « A Relational Theory of Default Rules for Commercial Contracts » (1990) 19 *The Journal of Legal Studies* 597.

Scott, Robert E. et George G. Triantis. « Incomplete Contracts and the Theory of Contract Design Symposium: Incomplete Contracts: Judicial Responses, Transactional Planning, and Litigation Strategies » (2005) 56 *Case Western Reserve Law Review* 187.

Sealy, Leonard S. « Fiduciary Relationships » (1962) *Cambridge Law Journal* 69.

Seidl, David. « Standard Setting and Following in Corporate Governance: An Observation-Theoretical Study of the Effectiveness of Governance Codes » (2007) 14 *Organization* 705.

Seidl, David. Paul Sanderson et John Roberts. « Applying the 'Comply-or-Explain' Principle: Discursive Legitimacy Tactics with Regard to Codes of Corporate Governance » (2013) 17 *Journal of Management & Governance* 791.

Sen, Amartya. « Does Business Ethics Make Economic Sense » (1993) 3 *Business Ethics Quarterly* 45.

Sepe, Simone M. « Corporate Agency Problems and Dequity Contracts » (2010) 36 *Journal of Corporation Law* 113.

Sergakis, Konstantinos. « The UK Stewardship Code: Bridging the Gap between Companies and Institutional Investors » (2013) 47 *Revue juridique Thémis* 109.

Sergakis, Konstantinos. « Deconstruction and Reconstruction of the "Comply or Explain" Principle in EU Capital Markets » (2015) 5 *Accounting, Economics and Law* 233.

Serret, Vanessa et Sylvie Berthelot. « Activisme actionnarial et responsabilité sociétale des entreprises au Canada : Analyse des résolutions soumises par les actionnaires entre 2000 et 2013 » (2013) 8:1 *Revue de l'organisation responsable* 17.

Serret, Vanessa, Sylvie Berthelot et Michel Coulmont. « Les facteurs déterminants de la mise en place du Say on Pay au Canada » (2016) 19:2 *Finance Contrôle Stratégie* 1.

Serverin, Évelyne. « Propos croisés entre droit et économie sur la place de l'incertitude et de la confiance dans le contrat » (1996) 38 *Sociologie du travail* 607.

Shaner, Megan Wischmeier. « Officer Accountability » (2016) 32 *Georgia State University Law Review* 357.

Shapiro, Carl et Joseph E. Stiglitz. « Equilibrium Unemployment as a Worker Discipline Device » (1984) 74 *The American Economic Review* 433.

Sharfman, Bernard S. « What's Wrong with Shareholder Empowerment? » (2012) 37 *Journal of Corporation Law* 903.

Sharfman, Bernard S. « The Tension between Hedge Fund Activism and Corporate Law » (2016) 12 *Journal of Law, Economics and Policy* 251.

Shavell, Steven. « Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship » (1979) 10 *The Bell Jounal of Economics* 55.

Shleifer, Andrei et Robert W. Vishny. « Large Shareholders and Corporate Control » (1986) 94 *Journal of Political Economy* 461.

Shleifer, Andrei et Robert W. Vishny. « Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments » (1989) 25 *Journal of Financial Economics* 123.

Shleifer, Andrei et Robert W. Vishny. « A Survey of Corporate Governance » (1997) 52 *The Journal of Finance* 737.

Sichelman, Ted. « Why Barring Settlement Bars Legitimate Suits: A Reply to Rosenberg and Shavell » (2008) 18 *Cornell Journal of Law and Public Policy* 57.

Siegel, Mary. « The Erosion of the Law of Controlling Shareholders » (1999) 24 *Delaware Journal of Corporation Law* 27.

Silbert, Theodore H. « Financing and Factoring Accounts Receivable » (1952) 30 *Harvard Business Review* 39.

Simmons, Omari Scott. « Taking the Blue Pill: The Imponderable Impact of Executive Compensation Reform » (2009) 62 *Southern Methodist University Law Review* 299.

Simon, Herbert A. « A Behavioral Model of Rational Choice » (1955) 69 *The Quarterly Journal of Economics* 99.

Simon, Herbert A. « Rationality as Process and as Product of Thought » (1978) 68 *The American Economic Review* 1.

Simon, Herbert A. « Rationality in Psychology and Economics » (1986) 59 *Journal of Business* 209.

Simon, Yves. « Théorie de la firme et réforme de l'entreprise. Revue de la théorie des droits de propriété » (1977) 28 *Revue économique* 321.

Skeel, David A. « Shaming in Corporate Law » (2001) 149 *University of Pennsylvania Law Review* 1811.

Skinner, Christina Parajon. « Misconduct Risk » (2016) 84 *Fordham Law Review* 1559.

Slaght, Jodi. « Whatever Happened to the Prudent Man: The Case for Limiting the Influence of Proxy Advisors Through Fiduciary Duty Law » (2012) 9 *Rutgers Business Law Review* 1.

Smaïli, Nadia et Stéphane Rousseau. « Vers une évaluation des risques plus efficace après les crises financières ? » (2014) 36 *La Revue du Financier* 54.

Smith, D. Gordon. « The Shareholder Primacy Norm » (1998) 23 *Journal of Corporation Law* 277.

Smith, Michael P. « Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS » (1996) 51 *The Journal of Finance* 227.

Smith, Rodney E. et William F. Wright. « Determinants of Customer Loyalty and Financial Performance » (2004) 16 *Journal of Management Accounting Research* 183.

Smith, Vernon L. « Behavioral Economics Research and the Foundations of Economics » (2005) 34 *The Journal of Socio-Economics* 135.

Smythe, Donald J. « Shareholder Democracy and the Economic Purpose of the Corporation » (2006) 63 *Washington and Lee Law Review* 1407.

Solomon, Robert C. « Business with Virtue: Maybe Next Year » (2000) 10 *Business Ethics*

Quarterly 339.

Spence, Michael et Richard Zeckhauser. « Insurance, Information, and Individual Action » (1971) 61 *American Economic Review* 380.

Sitkoff, Robert. « The Economic Structure of Fiduciary Law » (2011) 91 *Boston University Law Review* 1039.

St. Patrick Baxter, Michael. « The Derivative Action under the Ontario Business Corporations Act: A Review of Section 97 » (1982) 27 *McGill Law Journal* 453.

Stabile, Susan J. « One for A, Two for B, and Four Hundred for C: The Widening Gap in Pay » (2002) 36 *University of Michigan Journal of Law Reform* 115.

Stacey, Ralph D. « The Science of Complexity: An Alternative Perspective for Strategic Change Processes » (1995) 16:6 *Strategic Management Journal* 477.

Staihar, Jim. « Income Inequality and Pay Ratio Disclosure: A Moral Critique of Section 953(b) » (2017) 19 *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 457.

Stathopoulos, Konstantinos et Georgios Voulgaris. « The Impact of Investor Horizon on Say-on-Pay Voting » (2016) 27 *British Journal of Management* 796.

Stathopoulos, Konstantinos et Georgios Voulgaris. « The Importance of Shareholder Activism: The Case of Say-on-Pay » (2016) 24 *Corporate Governance: An International Review* 359.

Staw, Barry M. et Richard D. Boettger. « Task Revision: A Neglected Form of Work Performance » (1990) 33 *The Academy of Management Journal* 534.

Stevens, Douglas E. et Alex Thevaranjan. « A Moral Solution to the Moral Hazard Problem » (2010) 35 *Accounting, Organizations and Society* 125.

Stigler, George J. « The Economics of Information » (1961) 69 *Journal of Political Economy* 213.

Stout, Lynn A. « Bad and Not-So-Bad Arguments For Shareholders Primacy » (2002) 75 *Southern California Law Review* 1189.

Stout, Lynn A. « On the Proper Motives of Corporate Directors (Or, Why You Don't Want to Invite Homo Economicus to Join Your Board) » (2003) 28 *The Delaware Journal of Corporate Law* 1.

Straka, Patrick J. « Executive Compensation Disclosure: The SEC's Attempt to Facilitate Market Forces » (1993) 72 *Nebraska Law Review* 803.

Strine, Leo E. Jr. « Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America » (2006) 119 *Harvard Law Review* 1759.

Strine, Leo E. Jr. « Can We Do Better by Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law » (2014) 114 *Columbia Law Review* 449.

Stulz, René M. « Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control » (1988) 20 *Journal of Financial Economics* 25.

Sundaramurthy, Chamu et Marianne Lewis. « Control and Collaboration: Paradoxes of Governance » (2003) 28 *The Academy of Management Review* 397.

Sundaramurthy, Chamu, Dawna L. Rhoades et Paula L. Rechner. « A Meta-analysis of the Effects of Executive and Institutional Ownership on Firm Performance » (2005) 17 *Journal of Managerial Issues* 494.

Sunstein, Cass R. « Social Norms and Social Roles » (1996) 96 *Columbia Law Review* 903.

Taeusch, Carl Frederick. « Business Ethics » (1932) 42 *International Journal of Ethics* 273.

Talbot, Lorraine E. « Polanyi's Embeddedness and Shareholder Stewardship: A Contextual Analysis of Current Anglo-American Perspectives on Corporate Governance » (2011) 62 *Northern Ireland Legal Quarterly* 451.

Talbott, Malcom D. « Restitution Remedies in Contract Cases: Finding a Fiduciary or Confidential Relationship to Gain Remedies » (1959) 20 *Ohio State Law Journal* 320.

Teece, David J., Gary Pisano et Amy Shuen. « Dynamic Capabilities and Strategic Management » (1997) 18 *Strategic Management Journal* 509.

Telman, D. A. Jeremy. « The Business Judgment Rule, Disclosure, and Executive Compensation » (2007) 81 *Tulane Law Review* 829.

Thai, Lang. « How Popular are Statutory Derivative Actions in Australia? Comparisons with USA, Canada, and New Zeland » (2002) 30 *Australian Business Law Review* 118.

Thomas, Randall S. « Explaining the International CEO Pay Gap: Board Capture or Market Driven » (2004) 57 *Vanderbilt Law Review* 1171.

Thomas, Randall S. et James F. Cotter. « Shareholder Proposals in the New Millennium: Shareholder Support, Board Response, and Market Reaction » (2007) 13 *Journal of Corporate Finance* 368.

Thomas, Randall S., Alan R. Palmiter et James F. Cotter. « Dodd-Frank's Say on Pay: Will It Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance? » (2012) 97 *Cornell Law Review* 1213.

Thomas, Randall S. et Christoph Van der Elst. « Say on Pay around the World » (2015) 92 *Washington University Law Review* 653.

Thompson, Robert B. « Preemption and Federalism in Corporate Governance: Protecting Shareholder Rights to Vote, Sell, and Sue » (1999) 62 *Law and Contemporary Problems* 215.

Thompson, Robert B. et D. Gordon Smith. « Toward a New Theory of the Shareholder Role: "Sacred Space" in Corporate Takeovers » (2001) 80 *Texas Law Review* 261.

Thompson, Robert B. et Paul H. Edelman. « Corporate Voting » (2009) 62 *Vanderbilt Law Review* 127.

Tinel, Bruno. « Que reste-t-il de la contribution d'Alchian et Demsetz à la théorie de l'entreprise ? » (2004) 46 *Cahiers d'économie Politique* 67.

Tingle, Bryce C. « Bad Company — The Assumptions behind Proxy Advisors Voting Recommendations » (2014) 37 *Dalhousie Law Journal* 709.

Tingle, Bryce C. « The Agency Cost Case for Regulating Proxy Advisory Firms » (2016) 49 *University of British Columbia Law Review* 725.

Tingle, Bryce. « What Do We Really Know About Corporate Governance Best Practices? A Review of the Empirical Research Since 2000 » (2017) 54:4 *Alberta Law Review* 899.

Tingle, Bryce. « Framed: The Failure of Traditional Agency Cost Explanations for Executive Pay Practices » (2017) 54:4 *Alberta Law Review* 899.

Tingle, Bryce. « How Good Are Our "Best Practices" When It Comes to Executive Compensation? A Review of Forty Years of Skyrocketing and the Forces of Good Governance » (2017) 80 *Saskatchewan Law Review* 387.

Tosi, Henry L. Jr et Luis R. Gomez-Mejia. « The Decoupling of CEO Pay and Performance: An Agency Theory Perspective » (1989) 34 *Administrative Science Quarterly* 169.

Tosi, Henry L. Jr et Luis R. Gomez-Mejia. « CEO Compensation Monitoring and Firm Performance » (1994) 37 *The Academy of Management Journal* 1002.

Tuch, Andrew F. « The Self-Regulation of Investment Bankers » (2015) 83 *George Washington Law Review* 101.

Tung, Frederick. « The Puzzle of Independent Directors: New Learning » (2011) 91 *Boston University Law Review* 1175.

Tversky, Amos et Daniel Kahneman. « Rational Choice and the Framing of Decisions » (1986) 59 *The Journal of Business* 251.

Ulen, Thomas. « The Coasean Firm in Law and Economics » (1993) 18 *The Journal of Corporation Law* 301.

Utset, Manuel A. « Towards a Bargaining Theory of the Firm » (1995) 80 *Cornell Law Review* 540.

Vagts, Detlev. « Challenges to Executive Compensation: For the Markets or the Courts? » (1983) 8 *Journal of Corporation Law* 231.

Valsan, Calin. « 2007: A Canadian Corporate Ownership Survey » (2010) 7 *The European Journal of Comparative Economics* 285.

Vanderpol, Sean et Edward J. Waitzer. « Addressing the Tension between Directors' Duties and Shareholder Rights — A Tale of Two Regimes » (2012) 50 *Osgoode Hall Law Journal* 177.

Velasco, Julian. « The Fundamental Rights of the Shareholder » (2006) 40 *University of California Davis Law Review* 407.

Vintila, Georgeta, Radu Alin Paunescu et Stefan Cristian Gherghina. « Does Corporate Governance Influences Corporate Financial Performance? Empirical Evidences for the Companies Listed on US Markets » (2015) *International Business Research* 27.

Vo, Duc Hong et Tri Minh Nguyen. « The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Empirical Study in Vietnam » (2014) 6 *International Journal of Economics and Finance* 1.

Vogel, David. « The Ethical Roots of Business Ethics » (1991) 1 *Business Ethics Quarterly* 101.

Walker, David I. « The Manager's Share » (2005) 47 *William and Mary Law Review* 587.

Walker, David I. « Unpacking Backdating: Economic Analysis and Observations on the Stock Option Scandal » (2007) 87 *Boston University Law Review* 561.

Walker, David I. « Evolving Executive Equity Compensation and the Limits of Optimal Contracting » (2011) 64 *Vanderbilt Law Review* 611.

Walker, David I. « The Way We Pay Now: Understanding and Evaluating Performance-Based Executive Pay » (2016) 1:2 *Journal of Law, Finance, and Accounting* 395.

Walliser, Bernard. « Théorie des jeux et genèse des institutions » (1989) 55 *Recherches Économiques de Louvain* 339.

Walliser, Bernard. « Théorie des jeux et institutions » (2003) 44 *Cahiers d'économie Politique* 165.

Warner, Jerold B., Ross Watts et Karen H. Wruck. « Stock Prices and Top Management Changes » (1988) 20 *Journal of Financial Economics* 461.

Waters, Donovan W. M. « Banks, Fiduciary Obligations and Unconscionable Transactions » (1986) 65 *Canadian Bar Review* 37.

Wasserman, Noam. « Stewards, Agents, and the Founder Discount: Executive Compensation in New Ventures » (2006) 49 *The Academy of Management Journal* 960.

Wedderburn, K. W. « Shareholder's Rights and the Rule in Foss v. Hardbottle » (1957) *Cambridge Law Journal* 194.

Wedderburn, K. W. « Shareholder's Rights and the Rule in Foss v. Hardbottle (continued) » (1958) *Cambridge Law Journal* 93.

Weinrib, Ernest J. « The Fiduciary Obligation » (1975) 25 *University of Toronto Law Journal* 1.

Weinstein, Olivier. « Quelques controverses théoriques : l'entreprise dans la théorie économique » (2008) 345 *Cahiers français* 91.

Weinstein, Olivier. « Les théories de la firme » (2012) 170 *Idées économiques et sociales* 6.

Weinstein, Olivier et Nicole Azoulay. « Les compétences de la firme » (2000) 93 *Revue d'économie industrielle* 117.

Weisbach, Michael S. « Outside directors and CEO turnover » (1988) 20 *Journal of Financial Economics* 431.

Wells, Harwell. « No Man Can Be Worth $1,000,000 a Year: The Fight Over Executive Compensation in 1930s America » (2010) *44 University of Richmond Law Review* 689.

Werhane, Patricia H. « Formal Organisations, Economic Freedom and Moral Agency » (1980) 14 *Journal of Value Inquiry* 43.

Werner, Steve, Henry Tosi et Luis Gomez-Mejia. « Organizational Governance and Employee Pay: How Ownership Structure Affects the Firm's Compensation Strategy » (2005) 26 *Strategic Management Journal* 377.

Westphal, James D. « Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO-Board Social Ties » (1999) 42 *The Academy of Management Journal* 7.

Westphal, James et Edward Zajac. « Decoupling Policy from Practice: the Case of Stock Repurchase Program » (2001) 46 *Administrative Scence Quarterly* 202.

Whetstone, J. Thomas. « How Virtue Fits Within Business Ethics » (2000) 33:2 *Journal of Business Ethics* 101.

Williamson, Oliver E. « Managerial Discretion and Business Behavior » (1963) 53 *American Economic Review* 1032.

Williamson, Oliver E. « Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations » (1979) 22 *Journal of Law and Economics* 233.

Williamson, Oliver E. « The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach » (1981) 87 *The American Journal of Sociology* 548.

Williamson, Oliver E. « Organization Form, Residual Claimants, and Corporate Control » (1983) 26 *Journal of Law and Economics* 351.

Williamson, Oliver E. « Corporate Governance » (1984) 93 *Yale Law Journal* 1197.

Williamson, Oliver E. « Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives » (1991) 36 *Administrative Science Quarterly* 269.

Williamson, Oliver E. « Economic Institutions: Spontaneous and Intentional Governance »

(1991) 7 *Journal of Law, Economics and Organization* 159.

Williamson, Oliver E. « Calculativeness, Trust, and Economic Organization » (1993) 36 *Journal of Law and Economics* 453.

Williamson, Oliver E. « Contested Exchange Versus the Governance of Contractual Relations » (1993) 7 *Journal of Economic Perspectives* 103.

Williamson, Oliver E. « Opportunism and its Critics » (1993) 14 *Managerial and Decision Economics* 97.

Williamson, Oliver E. « Transaction Cost Economics Meets Posnerian Law and Economics » (1993) 149 *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 99.

Williamson, Oliver E. « Transaction Cost Economics and the Carnegie Connection » (1996) 31 *Journal of Economic Behavior and Organization* 149.

Williamson, Oliver E. « Strategy Research: Governance and Competence Perspectives » (1999) 20 *Strategic Management Journal* 1087.

Williamson, Oliver E. « Transaction Cost Economics and Business Administration » (2005) 21 *Scandinavian Journal of Management* 19.

Wink, Stephen P. et Meg O'Leary. « Shareholder Disenfranchisement. The Unintended Disenfranchisement of Shareholders (How Certain Everyday Practices of Broker-Dealers Have Detrimental Consequences for Shareholders) » (2009) *Bloomberg Corporate Law Journal* 214.

Winter, Ralph K. Jr. « State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation » (1977) 6 *The Journal of Legal Studies* 251.

Wulf, Julie. « Do CEO's in Mergers Trade Power for Premium? Evidence from "Mergers of Equals" » (2004) 20 *Journal of Law, Economics, and Organization* 60.

Yang, Jun, Eric Zengxiang Wang et Yunbi An. « Canadian Exceptionalism: Shareholder Proposals, Filer Identities, and Voting Outcomes » (2012) 38 *Managerial Finance* 456.

Yermack, David. « Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors » (1996) 40 *Journal of Financial Economics* 185.

Yermack, David. « Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements » (1997) 52 *The Journal of Finance* 449.

Yermack, David. « Flights of Fancy: Corporate Jets, CEO Perquisites, and Inferior Shareholder Returns » (2006) 80 *Journal of Financial Economics* 211.

Zahra, Shaker A. et John A. Pearce. « Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model » (1989) 15 *Journal of Management* 291.

Zhou, Han-Ru. « Le test de la personne raisonnable en responsabilité civile » (2001) 61 *Revue du Barreau* 451.

Zingales, Luigi. « In Search of New Foundations » (2000) 55 *The Journal of Finance* 1623.

Zingales, Luigi. « The Future of Securities Regulation » (2009) 47 *Journal of Accounting Research* 391.

Zona, Fabio. « Agency Models in Different Stages of CEO Tenure: The Effects of Stock Options and Board Independence on R&D Investment » (2016) 45 *Research Policy* 560.

Zorn, Michelle L., Christine Shropshire, John A. Martin, James G. Combs et David J. Ketchen. « Home Alone: The Effects of Lone-Insider Boards on CEO Pay, Financial Misconduct, and Firm Performance » (2017) 18 *Strategic Management Journal*, DOI : <10.1002/

smj.2661>.

3.8. — Thèses

Bazzoli, Laure. *Action collective, travail, dynamique du capitalisme : fondements et actualité de l'économie institutionnaliste de J.R. Commons*, thèse de doctorat en sciences économiques, Université Lyon 2, 1994 [non publiée].

Martin, Dominic Carl. *Rivalité et marchés. Une éthique adversative pour les agents économiques*, thèse de doctorat en philosophie, Université de Montréal, 2012, en ligne : Papyrus <https://papyrus.bib.umontreal.ca/xmlui/handle/1866/8712>.

Pietrancosta, Alain. *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, thèse de doctorat en droit privé, Université Paris I, 1999 [non publiée].

4. — Sources électroniques

4.1. — Bases de données en ligne

Alcouffe, Alain et Souhaila Kammoun. « Une approche économique des compétences de la firme : vers une synthèse des théories néo-institutionnelles et évolutionnistes » (2000) en ligne : Archive ouverte HAL <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01177198/document>.

Attig, Najah et Yoser Gadhoum. « The Governance of Canadian Traded Firms: An Analysis of the Ultimate Ownership Structure » (avril 2003), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=434160>.

Bar-Gill, Oren et Lucian Arye Bebchuk. « Misreporting Corporate Performance » (juin 2003), en ligne : Science Social Research Network <papers.ssrn.com/abstract_id=354141>.

Bainbridge, Stephen M. « The Parable of the Talents » (15 août 2016), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=2787452>.

Bessire, Dominique, Céline Chatelin et Stéphane Onnée. « Qu'est-ce qu'une bonne gouvernance ? » (2007) en ligne : Archive ouverte HAL <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00543220/document>.

Black, Bernard S. « Corporate Law and Residual Claimants » (mai 2001), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=1528437>.

Brown, Lawrence D. et Marcus L. Caylor. « Corporate Governance and Firm Performance », (7 décembre 2004), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=586423>.

Brunarski, Kelly R., Colin T. Campbell, Yvette S. Harman et Mary Elizabeth Thompson. « Do Directors Suffer External Consequences for Poor Oversight of Executive Compensation? Evidence from Say-on-Pay Votes » (18 novembre 2016), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=2826640>.

Chiu, Iris H-Y et Dionysia Katelouzou. « From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe? » (avril 2016), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=2731241>.

Doidge, Craig, Alexander Dyck, Hamed Mahmudi et Aazam Virani. « Can Institutional

Investors Improve Corporate Governance Through Collective Action? » (21 septembre 2015), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=2635662>.

Fan, Joseph P. H., Stijn Claessens, Simeon Djankov et Larry H.P. Lang. « Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia » (juin 1999), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=620647>.

Hanouna, Paul, Atulya Sarin, and Alan C. Shapiro. « Value of Corporate Control: Some International Evidence » (2001) en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=286787>.

Hofmann, Melissa. « The Statutory Derivative Action in Australia: An Empirical Review of its Use and Effectiveness in Australia in Comparison to the United States, Canada and Singapore » (2005) en ligne : Corporate Governance eJournal of Bond University <http://epublications.bond.edu.au/cgej/13>.

Jensen, Michael C., Kevin J. Murphy et Eric G. Wruck. « Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them » (12 juillet 2004), en ligne : Science Social Research Network <dx.doi.org/10.2139/ssrn.561305>.

Kaplan, Steven N. et Bernadette A. Minton. « Has the CEO Turnover Changed? Increasingly Performance Sensitive Boards and Increasingly Uneasy CEOs » (2006), en ligne : National Bureau of Economic Research <www.nber.org/papers/w12465> [données sur la période 1992-2005].

Kim, James et Jason D. Schloetzer. *Global Trends in Board-Shareholder Engagement* (1er octobre 2013), The Conference Board Director Notes, Georgetown McDonough School of Business Research Paper, en ligne : Science Social Research Network <https://ssrn.com/abstract=2335489>.

Langlois, Sophie. *Majority Voting in Canada 2006-2011* (avril 2012), en ligne : Clarkson Centre for Business Ethics and Board Effectiveness <www.rotman.utoronto.ca/-/media/Files/Programs-and-Areas/Institutes/Clarkson/Dir-Accountability-Series---Majority-Voting-2006-2011-Sophie-CCBE-April-2012.pdf>.

Larcker, David F. et Brian Tayan. « CEO Pay at Valeant: Does Extreme Compensation Create Extreme Risk? » (28 avril 2018), en ligne : Standford Closer Look Series <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/publications/ceo-pay-valeant-does-extreme-compensation-create-extreme-risk>.

Larcker, David F., Allan L. McCall et Brian Tayan. « And Then A Miracle Happens!: How Do Proxy Advisory Firms Develop Their Voting Recommendations? » (25 février 2013), en ligne : Standford Closer Look Series <https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/publication-pdf/cgri-closer-look-31-proxy-firms-voting-recommendations.pdf>.

Mishel, Lawrence et Alyssa Davis. « Top CEOs Make 300 Times More Than Typical Workers » (21 juin 2015), en ligne : Economy Policy Institute <www.epi.org/files/2015/top-ceos-make-300-times-more-than-typical-workers.pdf>.

Mitnick, Barry M. « Fiduciary Rationality and Public Policy: The Theory of Agency and Some Consequences » (1973), Annual Meeting of the American Political Science Association, New Orleans, en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=1020859>.

Morck, Randall. « Behavioral Finance in Corporate Governance—Independent Directors and Non-Executive Chairs » (11 avril 2007), en ligne : Science Social Research Network

<ssrn.com/abstract=979880>.

Stout, Lynn A. « In Praise of Procedure: An Economic and Behavioral Defense of Smith V. Van Gorkom and the Business Judgment Rule » (27 septembre 2001), en ligne : Science Social Research Network <ssrn.com/abstract=290938>.

4.2. — Rapports et études

2016 CEO Success study (2016), en ligne : PricewaterhouseCoopers <https://www.strategyand.pwc.com/ceosuccess#nav>.

Allaire, Yvan. *L'indépendance des administrateurs : un enjeu de légitimité* (septembre 2008), en ligne : Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques <http://igopp.org/wp-content/uploads/2014/04/IGOPP-_PP_3_-_Independance_des_administrateurs-_VF_-3.pdf > à la p 11.

Allaire, Yvan. *Payer pour la valeur ajoutée : Trancher le nœud gordien de la rémunération des dirigeants* (mai 2012), en ligne : Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques <http://igopp.org/wp-content/uploads/2014/04/remuneration_des_dirigeants.pdf>.

Allaire, Yvan et Stéphane Rousseau. *Gouvernance et parties prenantes : L'obligation du conseil d'administration d'agir dans l'intérêt de la société* (août 2014), en ligne : Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques <http://igopp.org/wp-content/uploads/2014/12/IGOPP_Rapport_PartiesPrenantes_FR_v4_WEB.pdf>.

Allaire, Yvan. *Trancher le nœud gordien de la rémunération des dirigeants* (novembre 2017), en ligne : Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques <https://igopp.org/wp-content/uploads/2017/11/IGOPP_PP_Remuneration_PP9_FR_vf_WEB.pdf>.

Atkinson, Aaron et Brad Freelan. *Étude sur les courses aux procurations au Canada*, 2017, en ligne : Fasken Martineau <https://response.fasken.com/offers/Fasken-Martineau-2017-Canadian-Proxy-Contest-Study-Update-FR.pdf>.

Bourse de Toronto. *Guide à l'intention des sociétés de la TSX*, 2016, en ligne : <tmx.complinet.com/fr/tsx_manual.html>.

Bourse de Toronto. *Avis du personnel 2017-0001* (9 mars 2017), en ligne : <tmx.complinet.com/fr/display/display.html?rbid=2072&element_id=1082>.

Coalition canadienne pour une bonne gouvernance. *Élections des administrateurs à la majorité* (mars 2011), en ligne : <www.ccgg.ca/site/ccgg/assets/pdf/majvotingpolicyf.pdf>.

Coalition canadienne pour une bonne gouvernance. *Politique d'accès aux procurations* (novembre 2017) en ligne : <https://www.ccgg.ca/site/ccgg/assets/pdf/nov._30_2017__revwd._and_revised__proxy_access_final_french.pdf>.

Coalition canadienne pour une bonne gouvernance. *Shareholder Involvement in the Director Nomination Process: Enhanced Engagement and Proxy Access* (mai 2015) en ligne : <www.ccgg.ca/site/ccgg/assets/pdf/proxy_access_finalv.35.docx_630.pdf>.

Coalition canadienne pour une bonne gouvernance. *Stewardship Principles* (15 mai 2017), en ligne : <admin.yourwebdepartment.com/site/ccgg/assets/pdf/stewardship_principles_public.pdf>.

Commission de l'éthique en science et en technologie. *Les enjeux éthiques liés au trading haute fréquence* (19 octobre 2016) en ligne : <http://www.ethique.gouv.qc.ca/fr/publications/trading-haute-frequence.html>.

Davies Ward Phillips & Vineberg LLP. *Governance Insights 2017* (2 octobre 2017), en ligne : <https://www.dwpv.com/Insights/Publications/2017/What-Canadian-Boards-Need-to-Know-Davies-Governance-Insights-2017?mode=pdf>.

Fasken Martineau LLP. *2017 Canadian Proxy Contest Study* (2017), en ligne : <https://www.fasken.com/en/knowledgehub/2017/01/canadianproxycontesstudy2017-20170125#iframe-section>.

Financial Reporting Council. *The UK Stewardship Code* (septembre 2012), en ligne : <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.pdf>.

Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques. *Giving Shareholders A Say On Pay. A Measure Leading to a Better Governance ? — Position Paper No 5* (mars 2010), en ligne : <http://igopp.org/wp-content/uploads/2014/04/Say_On_Pay_ENG_low-res-2.pdf>.

Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques. *Prise de position no 5 — Le vote consultatif sur la rémunération des dirigeants (Say On Pay). Un pas en avant vers une meilleure gouvernance* (mars 2010), en ligne : <http://igopp.org/wp-content/uploads/2014/04/Say_On_Pay-FR-Rapport_de_l_IGOPP-4.pdf >.

Institutional Shareholder Services. *2017 Canada Proxy Voting Guidelines for TSX-Listed Companies* (12 janvier 2017), en ligne : <https://www.issgovernance.com/file/policy/2017-canada-tsx-voting-guidelines.pdf>.

Lazonick, William et Mary O'Sullivan. *Corporate Governance and the Innovative Economy: Policy Implications*, R-03: STEP Group, Report ISSN 0804-8185, Oslo, 1998, en ligne : <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/227332/STEPrapport3-1998.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.

Mackenzie, Hugh. *Throwing Money at the Problem 10 Years of Executive Compensation* (3 janvier 2017), en ligne : Centre canadien de politiques alternatives <https://www.policyalternatives.ca/ceo2017>.

Schloetzer, Jason D., Matteo Tonello et Melissa Aguilar. *CEO Succession Practices: 2015 Edition* (avril 2015), en ligne : The Conference Board <https://www.conference-board.org/publications/publicationdetail.cfm?publicationid=2935&centerId=5>.

4.3. — Journaux web (blogues)

Allaire, Yvan. « Barrick Gold et le seuil de l'outrage » (29 avril 2013), *Les Affaires* (blogue), en ligne : <http://www.lesaffaires.com/blogues/yvan-allaire/allaire---barrick-gold-et-le-seuil-de-l-outrage/556921/2>.

Allaire, Yvan et François Dauphin. « Making Say-on-Pay Vote Binding: A Good Idea? » (13 septembre 2016), *The CLS Blue Sky Blog* (blogue), en ligne : <clsbluesky.law.columbia.edu/2016/09/13/should-say-on-pay-votes-be-binding/>.

Allaire, Yvan et François Dauphin. « Petite révolution pour l'indépendance des administrateurs » (19 janvier 2017), *Les Affaires* (blogue), en ligne :

<www.lesaffaires.com/blogues/yvan-allaire/lindependance-des-administrateurs--la-cour-supreme-du-delaware-change-la-donne/592829>.

Bachelder, Joseph E. III. « A Say on "Say-on-Pay": Assessing Impact After Four Years » (3 avril 2015), *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* (blogue), en ligne : <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/04/03/a-say-on-say-on-pay-assessing-impact-after-four-years/#3>.

Blackman, Amy L., Donald P. Carleen et Adam Kaminsky. « Pay Ratio: The Time Has Come » (17 octobre 2017), *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* (blogue), en ligne : <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/10/17/pay-ratio-the-time-has-come/>.

5. — Autres sources

5.1. — Journaux, fils de presse et autres sources de nouvelles

Arsenault, Julien. « Michael Pearson poursuivra son association avec Valeant », *Le Devoir* (1 juin 2016), en ligne : <https://www.ledevoir.com/economie/472230/michael-pearson-poursuivra-son-association-avec-valeant>.

Brondfield, Ross. « Handling Say-on-Pay Aftershocks: How Directors Can Prepare for Elections After a Poor Vote Outcome » (17 août 2015), en ligne : Semler Brossy <www.semlerbrossy.com/insights/handling-say-on-pay-aftershocks-how-directors-can-prepare-for-elections-after-a-poor-vote-outcome/>.

« Crescent Point Announces Annual General Meeting Voting Results », *Globenewswire* (4 mai 2018), en ligne : <https://globenewswire.com/news-release/2018/05/04/1497102/0/en/Crescent-Point-Announces-Annual-General-Meeting-Voting-Results.html>.

« Développements en matière de gouvernance de la rémunération des cadres supérieurs en 2017 » (4 décembre 2017), en ligne : Willis Towers Watson <https://www.towerswatson.com/fr-CA/Insights/Newsletters/Americas/canadian-client-advisory/2017/executive-compensation-governance-developments-2017>.

Drew, Jeff. « SEC Approves CEO Pay Ratio Rule », *Journal of Accountancy* (5 août 2015), en ligne : <www.journalofaccountancy.com/news/2015/aug/ceo-pay-ratio-rule-201512774.html>.

Fritz, Ben et Joann S. Lublin. « Disney Shareholders Don't Endorse Compensation Plan for CEO Robert Iger », *The Wall Street Journal* (8 mars 2018), en ligne : <https://www.wsj.com/articles/disney-shareholders-wont-endorse-ceo-robert-igers-compensation-plans-1520533052>.

Hymowitz, Carol. « Corporate Governance (A Special Report)—What's Your Solution? », *The Wall Street Journal* (24 février 2003), R8.

« ISS Announces Pay-for-Performance Methodology Updates for 2017 » (8 novembre 2016), en ligne : Institutional Shareholder Services <https://www.issgovernance.com/iss-announces-pay-performance-methodology-updates-2017/>.

MacDougall, Andrew. « Le vote consultatif sur la rémunération revient en force : trois rejets au cours d'une même semaine » (6 mai 2015), en ligne : Osler <https://www.osler.com/fr/ressources/gouvernance/2015/le-vote-consultatif-sur-la-

remuneration-revient-en>.

McFarland, Janet. « Shareholders Blast Barrick Over Bonus », *The Globe and Mail* (25 avril 2013), en ligne : <www.theglobeandmail.com/report-on-business/industry-news/energy-and-resources/shareholders-blast-barrick-over-bonus/article11558587/>.

McFarland, Janet. « Say-On-Pay Votes Increasingly Tied to Performance », *The Globe and Mail* (7 septembre 2014), en ligne : <www.theglobeandmail.com/report-on-business/careers/say-on-pay-votes-increasingly-tied-to-performance/article20463157/>.

McFerland, Janet. « Investors Vent Over Executive Compensation with Say-On-Pay Votes », *The Globe and Mail* (4 mai 2016), en ligne : <www.theglobeandmail.com/report-on-business/investors-vent-over-executive-compensation-with-say-on-pay-votes/article29867590/>.

Melin, Anders et Alicia Ritcey. « Valeant Kills CEO's $29.8-Million Stock Award in Pay Overhaul », *Financial Post* (12 mars 2018), en ligne : <https://business.financialpost.com/investing/valeant-nixes-ceos-29-8-million-stock-award-in-pay-overhaul>.

Mitchell, Lawrence E. « Protect Industry from Predatory Speculators », *Financial Times* (9 juillet 2009), en ligne : <www.ft.com/content/fac881b6-6be5-11de-9320-00144feabdc0>.

Notice of Annual Meeting of Shareholders. *Barrick Gold* (25 avril 2017), en ligne : <barrick.q4cdn.com/808035602/files/agm/Barrick-2017-Information-Circular.pdf>.

Starkman, Dean. « A Proxy Adviser's Two Sides: Some Question Work of ISS for Companies It Scrutinizes », *The Washington Post* (23 janvier 2006), en ligne : <www.hrpolicy.org/downloads/2006/WashPost_ISS_ProxyAdvisor_012306.pdf>

« 'Time for me to move on': Crescent Point Energy CEO steps down following proxy battle », *Calgary Herald* (29 mai 2018), en ligne : <https://calgaryherald.com/business/energy/time-for-me-to-move-on-crescent-point-energy-ceo-steps-down-following-proxy-battle>.

The Canadian Press. « Valeant Paid CEO Joe Papa US$63M in Compensation for Eight Months of Work — But Mostly in Company Stock », *Financial Post* (23 mars 2017), en ligne : <https://business.financialpost.com/investing/valeant-paid-ceo-joe-papa-us63m-in-compensation-for-eight-months-of-work-last-year-but-mostly-in-company-stock> ;

Wilmot, Stephen. « Better Ways to Measure Your Boss's Pay », *The Wall Street Journal* (July 5, 2017).