

PRINCIPES D'INTENDANCE : LE MOMENT EST-IL VENU D'ENCADRER LA CONDUITE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DANS LA GOUVERNANCE DES ENTREPRISES?

Stéphane Rousseau et Sarah Pineau¹

Les investisseurs institutionnels jouent un rôle central dans la gouvernance des entreprises ainsi que dans le secteur des investissements, ayant remplacé en grande partie les investisseurs individuels au fil des dernières décennies dans les marchés des capitaux canadiens. Sous l'impulsion des scandales financiers du début 2000, les investisseurs institutionnels ont délaissé l'approche relativement passive qui les caractérisait face aux sociétés en portefeuille en faveur d'une plus grande participation dans la gouvernance. L'impact de la participation accrue des investisseurs institutionnels dans la gouvernance suscite des débats. Des observateurs sont d'avis que ce phénomène se traduit par une surveillance accrue des dirigeants, ce qui contribue à la maximisation de la valeur. D'autres signalent que les pressions de certains investisseurs institutionnels forcent les dirigeants à adopter des stratégies court-termistes qui s'avèrent préjudiciables pour la création de valeur à long terme. S'intéressant aux relations entre les investisseurs institutionnels et les bénéficiaires, d'autres encore se préoccupent des conflits qui peuvent porter atteinte aux intérêts des bénéficiaires. Dans ce contexte se pose la question de l'opportunité d'élaborer un encadrement particulier pour régir la conduite des investisseurs institutionnels, et ce, tant dans leurs relations avec les sociétés en portefeuille qu'avec leurs bénéficiaires, afin qu'ils prennent soin de ces fonds et des sociétés dans lesquelles ces fonds sont investis. À travers le monde, les codes d'intendance (stewardship codes) ont été le mode privilégié d'encadrement retenu, avec le Royaume-Uni jouant un rôle de chef de file. Au Canada, la Coalition canadienne pour la bonne gouvernance (CCGG ou Coalition) a adopté des principes d'intendance dès 2005. Alors que l'UK Stewardship Code relève d'un organisme de réglementation, le Financial Reporting Council, les principes d'intendance demeurent une forme d'autoréglementation des membres de la Coalition, en marge de l'encadrement du secteur des valeurs mobilières. À la lumière de ce

¹ Stéphane Rousseau, Ad. E., professeur titulaire, président de l'Observatoire du droit québécois des valeurs mobilières et directeur du Centre de droit des affaires et du commerce international (CDACI); Sarah Pineau, avocate, LL.M. (Montréal). Les auteurs tiennent à remercier Julie Biron, William Gabriel Rioux et Konstantinos Sergakis pour leurs commentaires. Ils expriment également leur reconnaissance aux personnes qui ont participé à la table ronde sur l'intendance pour partager leurs perspectives sur les principes d'intendance à l'intention des investisseurs institutionnels. Cette étude a été réalisée grâce à l'appui de l'Autorité des marchés financiers à l'Observatoire dans le cadre de son Programme de partenariats stratégiques.

qui précède, la présente étude a pour objectif de se pencher sur les principes d'intendance de la CCGG afin de déterminer s'il est opportun qu'ils soient intégrés dans la réglementation du secteur des valeurs mobilières.

Over the past few decades, institutional investors have largely replaced individual investors in Canadian capital markets, emerging as key players not only in the investment sector but also in corporate governance. In the wake of the financial scandals of the early 2000s, institutional investors began shifting away from their relatively passive approach toward their portfolio companies and started assuming a more prominent role in governance. This increased involvement of institutional investors in governance has raised a range of concerns. Some observers argue that this phenomenon leads to enhanced scrutiny of corporate management, thereby driving up value. Others contend that certain institutional investors exert pressure on management to adopt short-term approaches, to the detriment of creating long-term value. Still others focus on the dynamics between institutional investors and their ultimate beneficiaries, and express concerns over conflicts that may harm the latter's interests. Against this backdrop, a question arises: should more robust regulatory controls be imposed on the behaviour of institutional investors to govern their conduct, both in their relations with portfolio companies and with their beneficiaries? Such controls could help ensure that investors fulfill their fiduciary responsibilities and act in the best interest of the companies in which they are investing. Globally, stewardship codes have been the preferred method for encouraging responsible investment behaviour, with the United Kingdom pioneering such an approach administered by the Financial Reporting Council—a statutory regulator. In Canada, the Canadian Coalition for Good Governance (CCGG, or “the Coalition”) adopted its stewardship principles in 2005. However, unlike the UK model, these principles represent a form of self-regulation by Coalition members, outside of formal securities regulatory frameworks. This research examines the CCGG's stewardship principles with a view to determine whether they should be formally incorporated into Canada's securities regulatory frameworks.

Table des matières

Introduction	379
1. Investisseurs institutionnels et gouvernance d'entreprise	383
1.1 Notion de gouvernance	383
1.1.1 Définition	383
1.1.2 Enjeux	387
1.1.2.1 L'opportunisme des dirigeants dans les sociétés à actionnariat dispersé	388
1.1.2.2 L'opportunisme des actionnaires dominants dans les sociétés à actionnariat concentré	389
1.1.2.3 L'opportunisme des actionnaires vis-à-vis des autres parties prenantes	391
1.2 Rôle des investisseurs institutionnels	392
1.2.1 Montée en puissance des investisseurs institutionnels	392
1.2.2 Investisseurs institutionnels et gouvernance : trois perspectives	393
1.2.2.1 Fonction de surveillance	393
1.2.2.2 Capitalisme d'agence	395
1.2.2.3 Propriétaires universels	396
2. Encadrement des investisseurs institutionnels dans la gouvernance : Rôle d'un code d'intendance (<i>Stewardship Code</i>)	397
2.1 Notion de <i>stewardship</i>	398
2.2 <i>UK Stewardship Code</i>	399
2.2.1 Principaux jalons historiques	399
2.2.2 Thèmes structurants	402
2.2.3 Modes de mise en application	406
2.3 <i>Principes d'intendance</i> de la Coalition canadienne pour la bonne gouvernance	407
2.3.1 Genèse	407
2.3.2 Thèmes structurants	409
2.3.2.1 L'élaboration d'une approche d'intendance	409
2.3.2.2 La surveillance des entreprises en portefeuille	410
2.3.2.3 Les rapports sur les activités de vote	411
2.3.2.4 L'engagement	411
2.3.2.5 La collaboration avec les autres investisseurs institutionnels	412
2.3.2.6 La collaboration avec les décideurs politiques	413
2.3.2.7 L'accent sur la valeur à long terme	413
2.3.3 Mode de mise en application	414
2.4 Sommaire	414
3. Code d'intendance au Canada : Au-delà de l'autoréglementation?	415
3.1 Mise en contexte	416

3.1.1 Cadre normatif relatif à l'intendance	416
3.1.2 Autoréglementation	418
3.2 Enjeux soulevés	420
3.2.1 Resquillage	420
3.2.2 Asymétries informationnelles	421
3.2.3 Place de l'intérêt public	422
3.3 Avenues pour accroître l'effectivité des <i>Principes d'intendance</i>	423
3.3.1 Intégrer les <i>Principes d'intendance</i> dans le cadre juridique : une option prématurée	423
3.3.1.1 Motifs justifiant un encadrement légal	423
3.3.1.2 De la nécessité de tenir compte de l'encadrement j uridique des investisseurs institutionnels et de l'intendance	425
3.3.2 Renforcer l'effectivité des <i>Principes d'intendance</i> : deux avenues à explorer	427
3.3.2.1 Révision de la gouvernance des <i>Principes d'intendance</i> : la création d'un comité de surveillance	428
3.3.2.2 Création d'un organisme d'autoréglementation	429
Conclusion	431

Introduction

Il y a plus de vingt ans, l'Amérique du Nord et l'Europe étaient ébranlées par une vague de fraudes financières causant des pertes colossales pour les investisseurs². L'ampleur des fraudes découvertes à l'époque a suscité des réponses vigoureuses de la part des législateurs et des régulateurs afin de renforcer la gouvernance des entreprises et d'améliorer la qualité et l'intégrité de l'information financière. Les fraudes ont également amené les investisseurs institutionnels à délaisser l'approche relativement passive qui les caractérisait face aux sociétés en portefeuille³ en faveur d'une plus grande participation dans la gouvernance⁴. Témoin de ce virage, dans un ouvrage récent, la professeure Anand faisait valoir que le Canada

² Voir Paul W MacAvoy et Ira M Millstein, *The Recurrent Crisis in Corporate Governance*, New York, Palgrave, 2003; Thomas Clarke, *International Corporate Governance—A Comparative Perspective*, New York, Routledge, 2007 aux pp 307–466.

³ *The State of Corporate Governance in Canada*, Toronto Stock Exchange and Institute of Corporate Directors, 2000.

⁴ Pour une présentation historique de l'évolution de l'activisme actionnarial au Canada, voir Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, « De la passivité à l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des corporations : le reflet de la diversité des facteurs d'influence » (1997) 42 RD McGill 863; Stuart L Gillan et Laura T Starks, « The Evolution of Shareholder Activism in the United States » (2007) 19 J Applied Corp Fin 55 aux pp 56–58 [Gillan et Starks]; Wolf-Georg Ringe, « Shareholder Activism—A Renaissance » dans Jeffrey Gordon et Wolf-Georg Ringe, dir, *The Oxford Handbook of Corporate Law*

était désormais caractérisé par un modèle de gouvernance actionnario-centrique⁵. Dans sa forme consensuelle, la participation accrue des investisseurs institutionnels prend la forme de l'intendance, caractérisée par un dialogue avec les dirigeants sur des sujets tels que la performance, la stratégie, la surveillance et la divulgation des risques et la rémunération des dirigeants⁶. Dans sa forme conflictuelle, elle se manifeste par des interventions où les investisseurs tentent d'imposer de manière proactive des changements à la direction et au conseil d'administration et de modifier l'orientation de l'entreprise, notamment en proposant de fusionner, de désinvestir, de procéder à une réorganisation fondamentale ou de vendre l'entreprise⁷.

L'impact de la participation accrue des investisseurs institutionnels dans la gouvernance suscite des débats. Certains observateurs sont d'avis que ce phénomène se traduit par une surveillance accrue des dirigeants, ce qui contribue à limiter les conflits d'agence qui nuisent à la maximisation de la valeur⁸. D'autres signalent que les pressions des investisseurs institutionnels—en particulier les fonds de couverture activistes (*activist hedge funds*)—forcent les dirigeants à adopter des stratégies court-termistes qui s'avèrent préjudiciables pour la création de valeur à long terme⁹. Par ailleurs, pointant vers la montée en puissance de la finance responsable, des auteurs sont plutôt d'avis que les investisseurs institutionnels peuvent exercer une influence favorable sur la gouvernance des entreprises par l'intégration des facteurs environnementaux et sociaux dans leurs politiques et stratégies d'investissement¹⁰. Bien campés, ces débats ne sont pas tranchés par les études empiriques qui jettent un éclairage nuancé sur la contribution des investisseurs à la création de valeur¹¹.

and Governance, Oxford, Oxford University Press, 2018, 387 aux pp 395–405 [Gordon et Ringe, dir].

⁵ Anita I Anand, *Shareholder-driven Corporate Governance*, Oxford, Oxford University Press, 2019 [Anand].

⁶ Pierre Lortie, « The Nomination of Corporate Directors: The Case for Well Delineated Responsibilities » (2015) 49 RJTUM 783 à la p 791.

⁷ *Ibid*; Yvan Allaire, *The case for and against activist hedge funds*, Montréal, IGOPP, 2014.

⁸ Kathleen M Eisenhardt, « Agency Theory: An Assessment and Review » (1989) 14:1 Acct Mgmt Rev 57 [Eisenhardt]. Voir Lucian A Bebchuck, Alon Brav et Wei Jiang, « The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism » (2015) 115:5 Colum L Rev 1085.

⁹ Ivan Tchotourian et Naomi Koffi, *Gouvernance d'entreprise et fonds d'investissement (hedge funds)*, Cowansville (QC), Yvon Blais, 2018 [Tchotourian et Koffi].

¹⁰ Diana Katelouzou et Alice Klettner, « Sustainable Finance and Stewardship Unlocking Stewardship's Sustainability Potential » dans Dionysia Katelouzou et Dan W Puchniak, dir, *Global Shareholder Stewardship*, Cambridge, Cambridge University Press, 2023, 549 [Katelouzou et Puchniak, dir].

¹¹ Comparer, par exemple, Joseph Bajzik et al, « [Does Shareholder Activism Create Value? A Meta-Analysis](#) » (2023) ZBW—Leibniz Information Centre for Economics,

Au-delà de leur influence sur la gouvernance, les investisseurs institutionnels ont transformé le paysage de l'investissement en prenant la relève des investisseurs individuels dans les marchés des capitaux comme l'avait envisagé le doyen Robert Clark il y a plus de quarante ans¹². Ce phénomène a donné lieu au capitalisme d'agence, expression introduite par les professeurs Gilson et Gordon pour désigner une nouvelle problématique qui prend naissance dans l'ensemble des relations d'agence qui forment la chaîne d'investissement¹³. Prenant appui dans la théorie de l'agence employée classiquement pour étudier la relation entre les dirigeants et les actionnaires¹⁴, le capitalisme d'agence s'intéresse aux conflits d'agence entre les investisseurs institutionnels et les bénéficiaires, conflits qui peuvent porter atteinte aux intérêts de ces derniers, notamment en se manifestant par une passivité des investisseurs dans la gouvernance¹⁵.

Dans ce contexte se pose la question de l'opportunité d'élaborer un encadrement particulier pour régir la conduite des investisseurs institutionnels, et ce, tant dans leurs relations avec les sociétés en portefeuille qu'avec leurs bénéficiaires, afin qu'ils prennent soin de ces fonds et des sociétés dans lesquelles ces fonds sont investis. Loin d'être nouvelle, cette problématique est discutée depuis plus d'une vingtaine d'années sous le prisme de la notion de *stewardship*, qualifiée de « shibboleth » de la gouvernance, qui aborde les questions classiques de pouvoir, de responsabilité et de confiance¹⁶.

Fondamentalement, la notion de *stewardship* est employée pour signifier que ceux qui s'occupent des actifs d'autrui doivent agir en

Working Paper Series 10/2023, en ligne : <<https://tinyurl.com/kjyn4nkd>> et Rui Albuquerque, « Value creation in shareholder activism » (2022) 145 J Fin Econ 153.

¹² Robert C Clark, « The Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treatises » (1981) 94 Harv L Rev 561 [Clark].

¹³ Ronald J Gilson et Jeffrey N Gordon, « The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights » (2013) 113 Colum L Rev 863 [Gilson et Gordon].

¹⁴ Michael C Jensen et William H Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 J Fin Econ 305 [Jensen et Meckling].

¹⁵ La problématique du capitalisme d'agence était déjà identifiée par le professeur MacIntosh dans une étude publiée en 1993 : Jeffrey G MacIntosh, « The Role of Institutional and Retail Investors in Canadian Capital Markets » (1993) 41 Osgoode Hall LJ 371 aux pp 430-3.

¹⁶ Diana Katelouzou, « [Investor Stewardship: The State of the Art and Future Prospects](#) » dans Jeffrey N Gordon et Wolf-Georg Ringe, dir, *The Oxford Handbook of Corporate Law and Corporate Governance*, 2^e éd, Oxford, Oxford University Press (à paraître) à la p 2, en ligne : <<https://tinyurl.com/bd7mhteh>> [Katelouzou]. Il est intéressant de noter qu'au Québec, les écrits des auteurs s'intéressant à l'activisme actionnarial n'ont pas discuté du *stewardship*. Voir par exemple Tchotourian et Koffi, *supra* note 9.

bons « intendants »¹⁷ de ces actifs¹⁸. La notion a fait son chemin dans les *stewardship codes* adoptés par des régulateurs ou par des investisseurs institutionnels à travers le monde¹⁹. Sans aucun doute, c'est l'*UK Stewardship Code*, publié en 2010 dans la foulée de la crise financière de 2007–2008 et suivant les recommandations du *Walker Review*, qui demeure le plus connu²⁰. Au Canada, il est intéressant de noter que, dès 2005, la Coalition canadienne pour la bonne gouvernance (CCGG ou Coalition), un regroupement d'investisseurs institutionnels créé en 2003²¹, adoptait un ensemble de principes pour encadrer l'intendance effectuée par ses membres²²—le *Statement of Principles Regarding Member Activism*—devenu par la suite les *Principes d'intendance*²³. Alors que l'*UK Stewardship Code* relève d'un organisme de réglementation, le Financial Reporting Council, les *Principes d'intendance* demeurent une forme d'autoréglementation des membres de la Coalition, en marge de l'encadrement du secteur des valeurs mobilières.

À la lumière de ce qui précède, force est de constater que l'influence des investisseurs institutionnels sur la gouvernance d'entreprise est un vaste sujet. Aussi, la présente étude est ciblée. Elle a pour objectif de se pencher sur les *Principes d'intendance* de la CCGG afin de déterminer s'il est opportun qu'ils soient intégrés dans la réglementation du secteur des valeurs mobilières. Ainsi, notre étude n'aborde pas la question plus

¹⁷ Conformément au *Grand dictionnaire terminologique*, sub verbo « [Intendance](#) », en ligne, <<https://tinyurl.com/3vfxvya7>> , nous traduirons le terme « *stewardship* » par celui d'intendance.

¹⁸ Bobby V Reddy, « The Emperor's New Code? Time to Re-Evaluate the Nature of Stewardship Engagement Under the UK's Stewardship Code » (2021) 84 *Modern L Rev* 667 à la p 668.

¹⁹ Voir Jennifer G Hill, « Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes » (2018) 41 *Seattle L Rev* 497 aux pp 507-510.

²⁰ David Walker, *A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities. Final Recommendations* (2009), en ligne : <<https://tinyurl.com/626evtp3>> [Walker].

²¹ Cynthia A Williams, « Stewardship Principles in Canada » dans Katelouzou et Puchniak, dir, *supra* note 10, 437 à la p 442 [Williams, « Stewardship Principles in Canada »]. Claude Lamoureux, alors CEO de Ontario Teachers' Pension Plan; Michael Wilson, ancien Ministre des Finances du Canada et alors président de Barclays Canada; Stephen Jarislowsky, Jarislowsky Fraser.

²² *Ibid* à la p 437. Notons cependant que bien que le CCGG ait adopté le premier code d'intendance officiel, le Royaume-Uni avait déjà mené quelques initiatives et publié quelques codes de bonne gouvernance. Voir aussi Dionysia Katelouzou et Dan W Puchniak, « Global Shareholder Stewardship: Complexities, Challenges and Possibilities » dans Katelouzou et Puchniak, dir, *supra* note 10, 3 à la p 10 [Katelouzou et Puchniak].

²³ Coalition canadienne pour la bonne gouvernance, *Les Principes d'intendance* (mai 2020), en ligne : <<https://tinyurl.com/dtu4zwy5>> [Coalition canadienne pour la bonne gouvernance, *Les Principes d'intendance* (mai 2020)].

vaste de la réglementation des investisseurs institutionnels eux-mêmes, incluant leur rôle et leur conduite au sein des marchés financiers ainsi que dans le système de gouvernance des entreprises au Canada²⁴.

Notre étude comporte trois parties. La première propose une mise en contexte qui discute de la place des investisseurs institutionnels dans la gouvernance à la lumière des principaux cadres théoriques. La deuxième partie se penche sur l'encadrement des investisseurs institutionnels dans la gouvernance en s'intéressant à l'*UK Stewardship Code* et aux *Principes d'intendance*. La troisième partie discute du renforcement du modèle d'autoréglementation canadien en matière d'encadrement de l'intendance. Nous abordons ces thèmes dans une perspective interdisciplinaire qui puise dans la science juridique, la science économique, incluant l'économie financière, tout en faisant une place au droit comparé. Au terme de notre étude, nous concluons que le moment n'est pas venu d'intégrer les *Principes d'intendance* dans le cadre réglementaire. En revanche, nous recommandons à la Coalition canadienne pour la bonne gouvernance de renforcer le dispositif de mise en application des *Principes d'intendance* afin d'accroître l'effectivité de ceux-ci en présentant deux avenues qui méritent d'être explorées.

1. Investisseurs institutionnels et gouvernance d'entreprise

Nous ouvrons cette étude par une mise en contexte consacrée aux principales définitions de la gouvernance d'entreprise, avant de mettre en lumière les enjeux soulevés par la théorie de l'agence, auxquels les mécanismes de gouvernance visent à répondre dans une optique de création de valeur. Nous nous intéressons ensuite au rôle et à la place des investisseurs dans ce cadre, en exposant trois grandes perspectives d'analyse : leur fonction de surveillance, la dynamique propre au capitalisme d'agence ainsi que le concept d'« investisseurs universels ».

1.1 Notion de gouvernance

1.1.1 Définition

Si ses origines sont aussi anciennes que la société par actions²⁵, la gouvernance d'entreprise est une notion qui a véritablement émergé

²⁴ Il est intéressant de noter que cette question avait été abordée dans un rapport du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce du Sénat du Canada en 1998 : Canada, Sénat, *Les pratiques de régie interne des investisseurs institutionnels*, 44^e Parlement, 1^{ère} session, 1998, en ligne : <<https://tinyurl.com/4f6pa8h9>>.

²⁵ Brian R Cheffins, « A History of Corporate Governance » dans Mike Wright et al, dir, *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, Oxford, Oxford University Press,

au courant des années 1980²⁶, tant dans les sphères universitaires que professionnelles²⁷. Près d'une quarantaine d'années plus tard, la gouvernance d'entreprise est une notion désormais bien connue à travers le monde. En revanche, force est de constater la difficulté de définir cette notion, alors que coexistent une pléthore de définitions de la gouvernance. Dans une perspective théorique, la gouvernance a fait l'objet de nombreuses définitions. Pour nos fins, nous en retenons quatre particulièrement influentes.

Selon Shleifer et Vishny, la gouvernance intéresse fondamentalement la protection des intérêts des fournisseurs de capitaux de la société :

Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment. How do the suppliers of finance get managers to return some of the profits to them? How do they make sure that managers do not steal the capital they supply or invest in bad projects? How do suppliers of finance control managers?²⁸

Influencés par la théorie de l'agence²⁹, comme Shleifer et Vishny, les auteurs Larcker et Tayan élargissent la perspective en insistant davantage sur la gouvernance comme « système » qui repose sur des mécanismes de contrôle destinés à endiguer l'opportunisme des dirigeants, de même qu'en étendant le spectre d'intérêts relevant de la gouvernance :

We define corporate governance as the collection of control mechanisms that an organization adopts to prevent or dissuade potentially self-interested managers from engaging in activities detrimental to the welfare of shareholders and stakeholders. At a minimum, the monitoring system consists of a board of directors to oversee management and an external auditor [...] In most cases, however, governance systems are influenced by a much broader group of constituents, including owners of the firm, creditors, labor unions, customers, suppliers, investment analysts, the media, and regulators.³⁰

2013, 46; Bob Tricker, *Corporate Governance—Principles, Policies, and Practices*, Oxford, Oxford University Press, 2009 à la p 8.

²⁶ Il est intéressant de noter que l'American Law Institute a lancé en 1979 le *Corporate Governance Project*. Ce projet donnera lieu aux *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*. Voir Melvin A Eisenberg, « An Overview of the Principles of Corporate Governance » (1993) 48 *Bus L* 1271.

²⁷ Bob Tricker, « Editorial: Corporate Governance—The New Focus of Interest » (1993) 1 *Corporate Governance: An International Review* 1.

²⁸ Andrei Schleifer et Robert W Vishny, « A Survey of Corporate Governance » (1997) 52 *J Fin* 737 [Schleifer et Vishny].

²⁹ Voir Eisenhardt, *supra* note 8.

³⁰ David Larcker et Brian Tayan, *Corporate Governance Matters: A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences*, 2^e éd, Old Tappan, Pearson FT Press,

Dans leur traité *Principles of Contemporary Corporate Governance*, les auteurs du Plessis, Hargovan et Bagaric envisagent aussi la gouvernance comme un système. Adoptant une perspective davantage managériale, leur définition insiste sur la place des parties prenantes (« *stakeholders* ») dans la prise de décision :

The system of regulating and overseeing corporate conduct and of balancing the interests of all internal stakeholders and other parties (external stakeholders, governments and local communities [...]) who can be affected by the corporation's conduct, in order to ensure responsible behaviour by corporations and to create long-term, sustainable growth for the corporation.³¹

Charreaux rejoint ces auteurs en définissant le « gouvernement d'entreprise » comme 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 »³². Sa définition se démarque toutefois des précédentes en omettant de préciser les bénéficiaires des mécanismes organisationnels.

Du côté des professionnels, de nombreux rapports ont été consacrés à la gouvernance d'entreprise au fil des ans, la plupart proposant leur définition de la notion. Deux rapports sont incontournables, à savoir le Rapport Cadbury et le Rapport Dey.

Publié en 1992 au Royaume-Uni, le *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* (« Rapport Cadbury ») est le premier rapport consacré à la gouvernance des sociétés. Le Rapport Cadbury, qui introduira la technique du *se conformer ou expliquer* (« *comply or explain* ») comme mode d'encadrement, a défini la gouvernance en des termes simples : « Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. »³³

Deux ans plus tard, au Canada, le *Report of the Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Governance in Canada* (« Rapport Dey ») intitulé *Where Were the Directors* est publié. Fortement inspiré du Rapport

2015 à la p 7 [Larcker et Tayan].

³¹ Jean Jacques du Plessis, Anil Hargovan et Mirko Bagaric, *Principles of Contemporary Corporate Governance*, 2^e éd, Cambridge, Cambridge University Press, 2013 à la p 13.

³² Gérard Charreaux, *Le gouvernement d'entreprises : Théories et faits*, Economica, 1997 à la p 1.

³³ The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance et Gee and Co Ltd, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Burgess Science Press, 1992 au para 2.5.

Cadbury, le Rapport Dey propose toutefois une définition plus étoffée de la gouvernance, autant en ce qui concerne ses objectifs, ses mécanismes que son périmètre :

“Corporate governance” means the process and structure used to direct and manage the business and affairs of the corporation with the objective of enhancing shareholder value, which includes ensuring the financial viability of the business. The process and structure define the division of power and establish mechanisms for achieving accountability among shareholders, the board of directors and management. The direction and management of the business should take into account the impact on other stakeholders such as employees, customers, suppliers and communities.³⁴

À la même époque paraît l’ouvrage *Corporate Governance*, qui mérite une mention particulière, puisqu’il s’agit vraisemblablement d’un des premiers livres sur ce sujet³⁵. De plus, les auteurs Monks et Minow étaient à l’époque respectivement fondateur et présidente de l’agence de conseils en vote Institutional Shareholder Services (ISS), ayant connu un essor notable par la suite. Monks et Minow définissent la gouvernance en des termes qui rappellent ceux du Rapport Cadbury : « [C]orporate governance is the relationship among various participants in determining the direction and performance of the corporation. The primary participants are the shareholders, the management and the board of directors. »³⁶

Enfin, il convient de mentionner les *Principes de gouvernance d’entreprise du G20 et de l’OCDE*, qui proposent une définition de la gouvernance rejoignant celle du Rapport Dey : « La gouvernance d’entreprise fait référence aux relations entre la direction d’une entreprise, son conseil d’administration, ses actionnaires et d’autres parties prenantes. Elle détermine également la structure par laquelle sont définis les objectifs d’une entreprise, ainsi que les moyens de les atteindre et d’assurer une surveillance des résultats obtenus. »³⁷

À lumière de ces diverses définitions, nous pouvons dégager certaines lignes de force. Premièrement, la gouvernance réfère au « système

³⁴ The Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Governance in Canada, *Where Were the Directors: Guidelines for Improvement in Corporate Governance in Canada*, Toronto, TSX Inc, 1994, en ligne : <<https://tinyurl.com/bddmu9rz>>.

³⁵ Robert AG Monks et Nell Minow, *Corporate Governance*, West Sussex, John Wiley & Sons, 2011.

³⁶ *Ibid* à la p 1.

³⁷ Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), *Principes de gouvernance d’entreprise du G20 et de l’OCDE 2023*, Paris, OCDE, 2023 à la p 9.

d'exploitation » de la personne morale comme l'a résumé Gilson³⁸. Deuxièmement, ce système a pour vocation d'assurer la direction de l'entreprise, de même que de responsabiliser les titulaires de l'autorité décisionnelle. Troisièmement, il n'y a pas de consensus quant au périmètre de la gouvernance. Certaines définitions conçoivent le périmètre d'une manière restrictive centrée sur les « organes » classiques de la société. D'autres conceptualisent la gouvernance dans une perspective systémique faisant appel à un ensemble de mécanismes organisationnels internes et externes.

Enfin, l'objectif de la gouvernance est étroitement lié à la finalité de la société par actions. Or, puisque coexistent diverses conceptions de cette finalité, il n'est pas étonnant de constater que les définitions aient des approches variées, alors que certaines passent sous silence l'objectif de la gouvernance et que d'autres le présentent en fonction de la maximisation de la valeur actionnariale ou de la valeur de l'entreprise, en tenant compte des parties prenantes. Nous reviendrons sur cette question ci-dessous.

1.1.2 Enjeux

De nombreux cadres conceptuels sont proposés pour étudier la gouvernance d'entreprise³⁹. Pour les fins de notre étude, nous retenons comme cadre principal la théorie de l'agence en association avec la théorie du réseau de contrats⁴⁰. La théorie de l'agence conçoit la relation entre les actionnaires (les « principaux ») et les dirigeants (les « agents ») comme un contrat par lequel les premiers délèguent aux seconds le pouvoir de prendre des décisions en leur nom. Dans le cadre des sociétés par actions, cette délégation est inhérente à la structure de gouvernance, les actionnaires confiant la gestion quotidienne et stratégique de l'entreprise aux dirigeants, tout en conservant les droits résiduels sur les profits. Cette théorie repose sur deux hypothèses comportementales fondamentales : 1) les individus cherchent à maximiser leur propre utilité; 2) ils sont capables d'anticiper de manière rationnelle les effets des relations d'agence sur la valeur de leur patrimoine⁴¹. Dans ce contexte, les dirigeants, en tant

³⁸ Ronald J Gilson, « From Corporate Law to Corporate Governance » dans Gordon et Ringe, dir, *supra* note 4, 3 à la p 8.

³⁹ Roland Pérez, *La gouvernance de l'entreprise*, coll « Repères », Paris, Découverte, 2003 aux pp 30–9. Nadia Smaili et Stéphane Rousseau, « Les théories de gouvernance dans une perspective juridico-financière : à la recherche d'un modèle d'intégration » dans Pierre-Emmanuel Moysse, dir, *Quelle performance? De l'efficacité sociale à l'entreprise citoyenne*, Montréal, Thémis, 2013, 35.

⁴⁰ Jensen et Meckling, *supra* note 14; Stephen A Ross, « The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem » (1973) 63 *Am Economic Rev* 134 [Ross].

⁴¹ Pour une critique de ces hypothèses, voir Joseph Heath, « Agency Theory » dans John R Boatright, dir, *Finance Ethics: Critical Issues in Theory and Practice*, Hoboken,

qu'agents, peuvent être incités à adopter un comportement opportuniste, tirant parti des zones d'ambiguïté ou des lacunes contractuelles liées à l'incertitude et à l'asymétrie d'information. Ce décalage d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants engendre des « coûts d'agence », c'est-à-dire les pertes d'efficacité et des dépenses pour surveiller, encadrer ou inciter les agents à agir dans l'intérêt des principaux.

En nous inspirant de l'ouvrage désormais classique *The Anatomy of Corporate Law*, nous nous concentrons sur la théorie de l'agence afin de mettre en relief les conflits d'agence auxquels les investisseurs institutionnels sont confrontés⁴².

1.1.2.1 L'opportunisme des dirigeants dans les sociétés à actionariat dispersé

Le développement des activités des sociétés mène généralement à une spécialisation des fonctions. L'augmentation de l'envergure et de la complexité de leurs activités s'accompagne d'une séparation des fonctions de direction et de propriété des actions, initialement réunies entre les mains des actionnaires, au fur et à mesure que les besoins de financement s'accroissent⁴³. Ainsi, dans les sociétés ouvertes, les actionnaires tendent à n'assumer que le rôle d'investisseurs (ou de fournisseurs de capitaux) en s'en remettant à d'autres personnes pour assurer la direction des affaires. L'actionariat est alors fractionné entre les mains d'un grand nombre d'actionnaires dont aucun d'entre eux ne détient une portion significative de titres de la société.

La séparation fonctionnelle accompagnant le fractionnement de l'actionariat donne lieu à une relation d'agence⁴⁴. Les dirigeants ou administrateurs sont les délégués des actionnaires et exercent à ce titre des pouvoirs décisionnels relatifs à la conduite des affaires de la société. Bien qu'elle s'explique par la nécessité de procéder à la spécialisation des fonctions, la relation d'agence soulève un risque moral, c'est-à-dire une situation où les dirigeants sont susceptibles de poursuivre leurs intérêts au détriment de ceux des actionnaires dans l'exécution de leurs fonctions⁴⁵.

Wiley & Sons, 2010, 125.

⁴² John Armour, Henry Hansmann et Reinier R Kraakman, « Agency Problems and Legal Strategies » dans Reinier R Kraakman et al, *The Anatomy of Corporate Law—A Comparative and Functional Approach*, 3^e éd, Oxford, Oxford University Press, 2017, 29 [Armour, Hansmann et Kraakman].

⁴³ Adolf A Berle et Gardiner C Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 2^e éd, New York, MacMillan, 1956; Clark, *supra* note 12.

⁴⁴ Eisenhardt, *supra* note 8; Jensen et Meckling, *supra* note 14; Ross, *supra* note 40.

⁴⁵ Voir Ejan Mackaay et al, *Analyse économique du droit*, 3^e éd, Paris et Montréal, Dalloz et Thémis, 2021 [Mackaay et al]. Dans un ouvrage récent, Anita Anand nuance

Ce risque découle de la divergence d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, de même que des difficultés pour les actionnaires de surveiller les dirigeants⁴⁶.

Ainsi, les sociétés qui ont un actionnariat dispersé sont confrontées à un problème particulier de gouvernance, soit celui de l'opportunisme des dirigeants. La vague de scandales financiers américains du début des années 2000 a mis en exergue les conséquences dramatiques engendrées par ce problème, en l'absence de garde-fou efficace⁴⁷. S'il est préoccupant, ce problème de gouvernance ne devrait pas être surestimé au Canada et dans les pays d'Europe continentale. Dans ces pays, les sociétés dont l'actionnariat est dispersé sont l'exception, contrairement aux États-Unis et au Royaume-Uni⁴⁸. La prudence est donc de mise dans l'étude de la gouvernance des sociétés canadiennes et européennes, qui se distinguent de leurs consœurs anglo-américaines.

1.1.2.2 L'opportunisme des actionnaires dominants dans les sociétés à actionnariat concentré

Dans les sociétés à capital ouvert, l'appel public à l'épargne se traduit généralement par la dispersion du capital par l'accroissement du nombre d'actionnaires. Néanmoins, des techniques permettent aux fondateurs et aux actionnaires en place avant l'appel public à l'épargne de conserver le contrôle de la société à la suite de l'ouverture du capital. Parmi ces techniques, citons la réorganisation du capital-actions de la société afin d'émettre des actions à droits de vote multiples aux actionnaires avant l'ouverture du capital. Une autre technique consiste à procéder à l'émission d'actions sans droit de vote, ce qui maintient le contrôle détenu par les détenteurs d'actions ordinaires. Ces techniques sont fréquemment

l'impact de la dispersion du capital sur les conflits d'agence en insistant sur l'influence exercée par les investisseurs institutionnels. Voir Anand, *supra* note 5.

⁴⁶ Jensen et Meckling, *supra* note 14.

⁴⁷ Larcker et Tayan, *supra* note 30 aux pp 1-7.

⁴⁸ Ronald J Daniels et Jeffrey G MacIntosh, « Toward a Distinctive Canadian Corporate Law Regime » (1991) 29 Osgoode Hall LJ 863 [Daniels et MacIntosh]; Mara Faccio et Larry HP Lang, « The Ultimate Ownership of Western European Corporations » (2002) 65 J Fin Econ 365; Yves Bozec, Stéphane Rousseau et Claude Laurin, « Law of Incorporation and Ownership Structure: The Law and Finance Theory Revisited » (2008) 28 Intl Rev L & Econ 140. Voir cependant Clifford G Holderness, « Myth of Diffuse Ownership in the United States » (2009) 22 Rev Fin Stud 1377; Ruth V Aguilera et Rafel Crespi-Cladera, « Global Corporate Governance: On the Relevance of Firms' Ownership Structure » (2016) 51 J World Bus 50.

utilisées dans les sociétés à capital ouvert au Canada, ce qui constitue un facteur expliquant la concentration de l'actionnariat⁴⁹.

Tout en reconnaissant qu'elle réduit le bénéfice net des comportements opportunistes, la concentration de l'investissement n'exclut pas pour autant la possibilité d'occurrence de tels comportements⁵⁰. Dans ce contexte, l'actionnaire ou le groupe d'actionnaires dominants peut être perçu comme le représentant des actionnaires minoritaires⁵¹. L'actionnaire ou le groupe d'actionnaires qui disposent du contrôle de fait ou de droit d'une société demeure motivé par le souci de maximiser ses propres intérêts. Ainsi, les décisions au sein des sociétés à actionnariat concentré sont susceptibles d'être prises en fonction des intérêts de l'actionnaire dominant, plutôt que de celui de la société dans son ensemble⁵². Cette situation soulève des risques d'abus à l'égard des actionnaires minoritaires, des parties prenantes et, plus généralement, de la société, dont les intérêts ne concordent pas avec ceux de l'actionnaire dominant.

En somme, la concentration de l'actionnariat n'élimine pas les risques d'opportunisme au sein des sociétés. Elle ne fait qu'en changer la nature. La concentration de l'actionnariat donne à l'actionnaire dominant le pouvoir de privilégier ses propres intérêts au détriment de ceux de la société et de l'ensemble des actionnaires.

⁴⁹ Barry J Reiter, *Directors' Duties in Canada*, 6^e éd, Toronto, LexisNexis, 2016, n^o 20.5.

⁵⁰ Ronald J Daniels et Edward M Iacobucci, « Some of the Causes and Consequences of Corporate Ownership Concentration in Canada » dans Randall K Morck, dir, *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press, 2000, 81 aux pp 83-4.

⁵¹ Armour, Hansmann et Kraakman, *supra* note 42 à la p 30.

⁵² L'expression « tunneling » a été proposée pour décrire ce type d'abus. Simon Johnson et al, « Tunneling » (2000) 90 *Am Econ Rev* 22; Vladimir Atanasov, Bernard Black et Conrad S Ciccotello, « Unbundling and Measuring Tunneling » (2014) 5 *U Ill L Rev* 1697; Patrick Navatte et Guillaume Schier, « Le "Tunneling". Ou l'expropriation des actionnaires minoritaires : l'exemple des augmentations de capital réservées » (2011) 28 *Gestion* 2000 124. Voir aussi les textes classiques de Daniels et MacIntosh, *supra* note 48 aux pp 884-5; Jeffrey G MacIntosh et Lawrence P Schwartz, « Les investisseurs institutionnels et les actionnaires dominants contribuent-ils à faire augmenter la valeur de l'entreprise? » dans Randall K Morck et Ronald J Daniels, dir, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Calgary, University of Calgary Press, 1995, 357; Robert Yalden, « Concentrated Control, Institutional Investors and Shareholder Responsibilities » (1995) 26 *Can Bus LJ* 86.

1.1.2.3 L'opportunisme des actionnaires vis-à-vis des autres parties prenantes

Initialement cantonnée à l'axe dirigeants-actionnaires, la théorie de l'agence peut être généralisée pour englober les relations avec les autres parties prenantes de la société. Cette généralisation permet de mettre en lumière un troisième type de conflit relevant de la gouvernance d'entreprise : l'opportunisme des actionnaires vis-à-vis des autres parties prenantes.

Dans le cadre de ce troisième type de conflit, les dirigeants, représentant la société, sont les délégués de chacune des parties prenantes et disposent à ce titre de pouvoirs affectant celles-ci. Les conflits d'agence surviennent en raison de la prise de décision par les dirigeants en fonction des intérêts des actionnaires conformément à l'interprétation classique de la théorie du réseau de contrats⁵³. Or, la prise de décision en fonction du critère de maximisation de l'avoïr des actionnaires peut avoir des effets préjudiciables pour les autres parties prenantes en entraînant des conséquences telles que l'expropriation des créanciers, l'exploitation des travailleurs ou l'abus des consommateurs⁵⁴. Ces conséquences négatives peuvent se manifester lorsque la société ne respecte pas les conditions des contrats conclus explicitement ou implicitement avec les parties prenantes, de manière à maximiser les profits pour les bénéficiaires résiduels⁵⁵.

Au cours des dernières années, l'opportunisme de la société à l'égard des autres parties prenantes a fait l'objet de vives préoccupations, exacerbées par des événements comme l'effondrement du Rana Plaza⁵⁶, l'explosion de la plate-forme pétrolière Deepwater Horizon ou la tricherie des émissions polluantes chez Volkswagen. Ces critiques ont relancé le mouvement de responsabilité sociale, mouvement qui trouve ses racines dès le début du XX^e siècle⁵⁷. Elles ont également avivé la théorie des

⁵³ Voir, par exemple, Henry Hansmann et Reiner R Kraakman, « The End of History for Corporate Law » (2000-2001) 89 *Geo LJ* 439; Andrew Keay, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, New York, Routledge, 2013 aux pp 14–20 [Keay]; Jonathan R Macey, *Corporate Governance*, Princeton, Princeton University Press, 2008 à la p 2.

⁵⁴ Keay, *supra* note 53 aux pp 29–31.

⁵⁵ Kent Greenfield, *The Failure of Corporate Law*, Chicago, University of Chicago Press, 2006 aux pp 19, 68–69.

⁵⁶ Cynthia A Williams, « Corporate Social Responsibility and Corporate Governance » dans Gordon et Ringe, dir, *supra* note 4, 634; Raymonde Crête, « The Volkswagen Scandal from the Viewpoint of Corporate Governance » (2016) 1 *Eur J Risk Regulation* 25.

⁵⁷ Archie B Carroll, « A History of Corporate Social Responsibility: Concepts and Practices » dans Andrew Crane et al, dir, *The Oxford Handbook of Corporate Social*

parties prenantes qui propose une vision de la gouvernance des sociétés favorisant la maximisation de la valeur de la société, plutôt que de l'avoir des actionnaires⁵⁸.

1.2 Rôle des investisseurs institutionnels

1.2.1 Montée en puissance des investisseurs institutionnels

Dans un article phare publié en 1981, le Doyen Robert Clark de la Harvard Law School a identifié quatre étapes de l'évolution de la finance⁵⁹. La présentation de ces quatre étapes, qui se chevauchent, permet de mettre en contexte l'hégémonie des investisseurs institutionnels. La première étape, que Clark situe au XIX^e siècle, consiste en l'époque du promoteur-investisseur-dirigeant qui est à l'origine des premières grandes sociétés par actions créées grâce à la libéralisation de la procédure de constitution⁶⁰. La seconde étape survient au début du XX^e siècle et est marquée par l'apparition du dirigeant professionnel qui assume la gestion des sociétés alors que les investisseurs perçoivent les bénéfices des activités. Cette étape a d'ailleurs fait l'objet de l'étude célèbre *The Modern Corporation and Private Property* par les auteurs Berle et Means, qui ont mis l'accent sur la séparation entre la propriété et le contrôle. La troisième étape se manifeste dans les dernières décennies du XX^e siècle, avec la professionnalisation de la gestion en portefeuille. S'opère alors une nouvelle séparation, cette fois entre la propriété des fonds et l'investissement en faveur des investisseurs institutionnels, tels que les caisses de retraite, les fonds d'investissement, les compagnies d'assurances et les fondations. Enfin, Clark prévoyait que la dernière étape allait être celle du planificateur financier, amenant une dernière séparation à savoir entre la propriété des fonds et la décision d'épargner.

Au cours des cinquante dernières années, la montée en puissance des investisseurs institutionnels a modifié de façon significative la structure de l'actionnariat des sociétés cotées, tant en Amérique du Nord qu'à travers

Responsibility, Oxford, Oxford University Press, 2008, 19.

⁵⁸ Dans les arrêts *Magasins à rayons Peoples inc (Syndic de) c Wise*, 2004 CSC 68 et *BCE Inc c Détenteurs de débetures de 1976*, 2008 CSC 69, la Cour suprême a référé à la maximisation de la valeur de l'entreprise pour définir l'intérêt de la société, ce qui suggère que la Cour a cherché à rendre compte de la diversité des intérêts qui sont réunis dans la société par actions, faisant ainsi écho à la théorie des parties prenantes. Voir Stéphane Rousseau, « La notion d'intérêt social en droit canadien : une révolution tranquille » dans *Mélanges en l'honneur de Jacques Mestre*, Paris, LGDJ, 2019, 855.

⁵⁹ Clark, *supra* note 12.

⁶⁰ Voir Raymonde Crête, « L'État et les entreprises : des partenaires pour la création d'une réglementation favorable à la quête des capitaux dans le marché des valeurs mobilières » (2000) 41 C de D 289.

le monde. Au Canada, les investisseurs institutionnels regroupent des entités comme les caisses de retraite publiques et privées, les gestionnaires en portefeuilles, les compagnies d'assurances et les fonds communs de placement, qui gèrent collectivement des milliards de dollars au nom de millions de Canadiens. Ayant remplacé les épargnants individuels comme principaux actionnaires des sociétés cotées⁶¹, l'influence des investisseurs institutionnels s'étend à la gouvernance des entreprises, à la transition énergétique et à la stabilité du système financier. Les investisseurs institutionnels sont encadrés par des organismes comme le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) et les régulateurs en valeurs mobilières. L'encadrement englobe tant des dimensions de gouvernance que des dimensions prudentielles. La portée et l'intensité de l'encadrement varient toutefois de manière notable d'un investisseur à l'autre. À titre d'exemples, les banques et les institutions de dépôt sont assujetties à une réglementation et à une supervision étoffées, ce qui n'est pas le cas pour les caisses de retraite, en particulier du secteur privé.

En somme, l'institutionnalisation du marché des valeurs mobilières signifie que les titres des sociétés cotées sont maintenant concentrés en grande partie entre les mains d'institutions qui détiennent une expertise et une envergure économique supérieures à celles de la plupart des épargnants individuels. Cette transformation de la composition de l'actionnariat des sociétés cotées exerce une influence significative sur leur gouvernance en venant mitiger les conflits d'agence⁶². En revanche, l'institutionnalisation du marché des valeurs mobilières donne lieu au phénomène de capitalisme d'agence qui soulève des enjeux pour les bénéficiaires des fonds gérés par les investisseurs institutionnels, ce dont nous traitons ci-dessous.

1.2.2 Investisseurs institutionnels et gouvernance : trois perspectives

1.2.1.1 Fonction de surveillance

La théorie de l'agence identifie deux grandes catégories d'instruments de gouvernance servant à mitiger les conflits d'agence. Premièrement, les instruments externes qui consistent en les marchés des produits et services, les marchés financiers, incluant le marché des prises de contrôle, le marché des dirigeants de même que l'environnement légal et réglementaire. Deuxièmement, les instruments internes qui comprennent le conseil d'administration et le droit de vote des actionnaires. Bon nombre de ces instruments visent à assurer la surveillance des dirigeants et des actionnaires dominants.

⁶¹ Anand, *supra* note 5.

⁶² Gilson et Gordon, *supra* note 13.

Les investisseurs institutionnels contribuent à la fonction de surveillance en prenant la parole (« *voice* ») de diverses manières. Pour reprendre la terminologie proposée par Tirole, les investisseurs institutionnels peuvent effectuer une surveillance spéculative ou rétrospective (« *speculative monitoring* » ou « *backward looking monitoring* ») en utilisant l'information relative aux décisions d'investissements des dirigeants pour valoriser les entreprises : « The object of speculative monitoring is thus to take a picture of the firm's position at a given moment in time, that is, to take stock of the previous and current management's accomplishment to date. »⁶³

Les investisseurs institutionnels peuvent également effectuer une surveillance active (« *active monitoring* »), laquelle est prospective (« *forward-looking* »). La surveillance active est généralement désignée par l'expression « activisme actionnarial », qui se traduit par des démarches visant à influencer sur la direction et qui peuvent aller jusqu'à susciter la mise en vente de la société⁶⁴. L'activisme actionnarial peut se manifester de manière formelle, par exemple par l'exercice du droit de vote. Il peut aussi se déployer par des interventions privées. En somme, l'activisme actionnarial englobe un ensemble d'activités par lesquelles les actionnaires interviennent auprès d'entreprises ciblées sur des questions liées aux orientations stratégiques ou aux choix financiers.

Les auteurs distinguent l'activisme actionnarial financier et social⁶⁵. L'activisme financier est centré sur la maximisation de la valeur actionnariale. Il peut poursuivre cet objectif dans une perspective à court terme en favorisant des décisions qui sont de nature à se traduire par une hausse du cours des actions ou mener à un retour de capitaux en faveur des actionnaires. Il peut aussi s'effectuer dans une perspective de création de valeur à long terme dans une logique d'intendance (« *stewardship* ») qui fait place aux facteurs environnementaux et sociaux. L'activisme actionnarial social inclut un éventail plus large de questions environnementales et sociales qui ne sont pas nécessairement associées à la création de valeur.

Quel que soit l'objectif poursuivi, l'intendance constitue une forme particulière d'activisme qui se caractérise par la prise de parole : « The main purpose of engagement for investors is to express views and concerns to the company's board and management who can do something to

⁶³ Jean Tirole, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton, Princeton University Press, 2006 à la p 27.

⁶⁴ Maria Goranova et Lori Versteegen Ryan, « Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review » (2014) 40:5 *J Mgmt* 1230 à la p 1232; Gillan et Starks, *supra* note 4.

⁶⁵ Terry McNulty et Donald Nordberg, « Ownership, Activism and Engagement: Institutional Investors as Active Owners » (2016) 24 *Corporate Governance: An International Review* 346.

address them. »⁶⁶ L'intendance s'effectue sur une base continue dans une perspective à long terme en ayant recours de prime abord à des moyens non conflictuels. Selon Goodman et al.⁶⁷, l'intendance suit généralement une procédure en quatre étapes : la formulation de la question; la recherche d'information et le début de la communication avec la société; la recherche d'un changement à l'aide d'une série de méthodes; et les résultats, qui peuvent être satisfaisants ou insatisfaisants.

1.1.2.2 Capitalisme d'agence

La seconde perspective relative à la place des investisseurs institutionnels dans la gouvernance place l'accent sur la relation d'agence qui existe entre ces derniers, en tant que gestionnaires des fonds d'autrui, et les propriétaires de ces fonds, c'est-à-dire leurs propres investisseurs. Dans un texte influent, Gilson et Gordon ont désigné cette perspective « capitalisme d'agence » (« *agency capitalism* »)⁶⁸. Ces auteurs conceptualisent le capitalisme d'agence comme une structure d'actionnariat par la domination des investisseurs institutionnels dont les participations sont gérées par des gestionnaires d'actifs délégués. Ce modèle introduit un double problème d'agence : non seulement la séparation classique entre les gestionnaires d'entreprise et les actionnaires persiste, mais une couche supplémentaire apparaît entre les gestionnaires d'actifs et les propriétaires réels ultimes du capital⁶⁹. Les gestionnaires d'actifs, en particulier ceux qui opèrent dans la sphère des investissements passifs, ont souvent peu d'incitations économiques à contrôler la gouvernance des entreprises individuelles, étant donné que leurs structures de rémunération sont largement motivées par l'échelle et la minimisation des coûts plutôt que par la performance spécifique de l'entreprise.

L'impératif structurel de la gestion indicielle renforce encore ce désengagement, car ces fonds sont obligés de conserver des positions dans les entreprises de leur portefeuille, quelles que soient les performances de leurs dirigeants. Par conséquent, la responsabilité des dirigeants peut être diluée, ce qui accroît le risque d'opportunisme des dirigeants ou de conduite destructrice de valeur. Gilson et Gordon reconnaissent la capacité théorique des investisseurs institutionnels à améliorer la gouvernance grâce à l'action collective et aux économies d'échelle, mais ils

⁶⁶ Matthew Mallow et Jasmin Sethi, « Engagement: The Missing Approach in the Bebchuck-Strine Debate » (2016) 12 NYU JL & Bus 385 à la p 393.

⁶⁷ Jennifer Goodman et al, « Social shareholder engagement: The dynamics of voice and exit » (2014) 125 J Bus Ethics 193.

⁶⁸ Gilson et Gordon, *supra* note 13 à la p 876.

⁶⁹ Katelouzou, *supra* note 16 aux pp 8–9 citant James P Hawley et Andrew T Williams, « The Emergence of Fiduciary Capitalism » (1997) 5 Corporate Governance: An International Review 206.

soulignent les obstacles pratiques tels que les limitations réglementaires, les pressions concurrentielles et les problèmes de coordination. En particulier, la dynamique du resquilleur décourage l'engagement actif, car les avantages d'une meilleure gouvernance sont partagés sur l'ensemble du marché, quelle que soit l'institution qui en supporte le coût. Pour remédier à ces lacunes, les auteurs préconisent des réformes juridiques et politiques destinées à réaligner les incitations des gestionnaires d'actifs sur celles des bénéficiaires ultimes. Il s'agit par exemple de renforcer les obligations fiduciaires, d'améliorer la transparence des activités de gestion et de mettre en place des mécanismes favorisant une plus grande responsabilisation. En fin de compte, le capitalisme d'agence soulève des questions fondamentales sur l'attribution des droits et des responsabilités en matière de gouvernance sur les marchés financiers modernes, remettant en cause les notions traditionnelles de primauté des actionnaires et soulignant la complexité croissante du contrôle des entreprises à l'ère de l'intermédiation financière.

Le capitalisme d'agence complète donc la théorie de l'agence classique⁷⁰. En particulier, cette perspective permet de jeter un éclairage sur le rôle des investisseurs institutionnels dans la gouvernance. Comme le note Klettner, le capitalisme d'agence place l'accent sur le rôle des investisseurs institutionnels comme gestionnaires de fonds ayant pour objectif de protéger et de faire fructifier les fonds⁷¹. À cette fin, ils peuvent choisir des stratégies fondées sur la théorie moderne du portefeuille plutôt que de jouer un rôle de surveillance active des sociétés en portefeuille. Autrement dit, les investisseurs institutionnels pourraient bien choisir la défection (« *exit* ») plutôt que la prise de parole (« *voice* »).

1.1.2.3 Propriétaires universels

La dernière perspective prend comme point de départ l'institutionnalisation du marché des valeurs mobilières qui fait en sorte que les portefeuilles des investisseurs institutionnels ont une telle ampleur qu'ils embrassent en quelque sorte toute l'économie. Dans leur ouvrage publié en 1996, Monks et Minow avaient bien résumé ce phénomène :

Their holdings are so diversified that they have the incentive to represent the ownership sector (and the economy) generally rather than any specific industries or companies. This endows them with a breadth of concern that naturally aligns with the public interest. For example, pension funds can be concerned

⁷⁰ Alice Klettner, « Stewardship Codes and the Role of Institutional Investors in Corporate Governance: An International Comparison and Typology » (2021) 32 *British J Mgmt* 988 à la p 997 [Klettner].

⁷¹ *Ibid* à la p 992.

with vocational education, pollution, and retraining, whereas an owner with a perspective limited to a particular company or industry would consider these to be unacceptable expenses because of competitiveness problems⁷².

Un corollaire du statut de propriétaire universel est que ce dernier se préoccupe des enjeux de gouvernance et de performance des sociétés en portefeuille, ainsi que de l'économie dans son ensemble⁷³.

Dans cette perspective, les investisseurs institutionnels, en particulier les plus importants, ont intérêt à prendre la parole pour améliorer la gouvernance et la performance des sociétés puisque la vente des titres n'est pas une solution étant donné leur statut de propriétaires universels. En d'autres termes, les investisseurs institutionnels vont exercer une surveillance universelle, agissant comme intendants (« *stewards* ») du marché ou de l'économie dans son ensemble⁷⁴. De plus, en tant que propriétaires universels, les investisseurs institutionnels s'intéresseront non seulement aux dimensions financières, mais aussi aux enjeux environnementaux et sociaux, faisant ainsi le pont avec la théorie des parties prenantes.

2. Encadrement des investisseurs institutionnels dans la gouvernance : Rôle d'un code d'intendance (*Stewardship Code*)

Dans un contexte marqué par la montée en puissance des investisseurs institutionnels dans l'actionnariat des sociétés ouvertes, la question de leur responsabilité en matière de gouvernance d'entreprise suscite un intérêt croissant. Longtemps perçus comme des acteurs passifs, ces investisseurs sont désormais appelés à jouer un rôle plus actif dans la supervision des dirigeants, la promotion de la transparence et la création de valeur. Comme nous l'avons évoqué ci-dessus, leur capacité d'influence demeure inégale et soumise à divers obstacles structurels, incitatifs et réglementaires. Plusieurs juridictions ont adopté des codes d'intendance (*stewardship codes*) afin d'encadrer les pratiques de gouvernance des investisseurs. Ces instruments cherchent à responsabiliser les investisseurs institutionnels en définissant des principes de surveillance, de dialogue avec les émetteurs et de reddition de comptes. Cette section examine le rôle, la portée et les limites des codes d'intendance comme mécanismes d'encadrement des pratiques des investisseurs institutionnels dans la gouvernance d'entreprise en se concentrant sur le *Stewardship Code* du

⁷² Robert AG Monks et Nell Minow, *Watching the Watchers: Corporate Governance in the 21st Century*, Cambridge, Blackwell, 1996 à la p 121.

⁷³ James P Hawley et Andre T Williams, « The Emergence of Universal Owners: Some Implications of Institutional Equity Ownership » (2000) 43 *Challenge* 43 à la p 45.

⁷⁴ Klettner, *supra* note 70 à la p 993.

Royaume-Uni et sur les *Principes d'intendance* de la Coalition canadienne pour la bonne gouvernance.

2.1 Notion de *stewardship*

De manière générale, la notion de « *stewardship* » ou « d'intendance » est définie comme l'action de prendre soin ou de gérer quelque chose⁷⁵. Plus spécifiquement, elle réfère à la mesure dans laquelle un individu soumet volontairement ses intérêts personnels pour agir en faveur du bien-être à long terme d'autrui⁷⁶. Dans une étude analysant la notion de *stewardship*, Hernandez a résumé ainsi ses dimensions fondamentales : « a shared sense of ongoing responsibility to multiple stakeholders, which affects a focus on collective welfare over the long term. »⁷⁷

Traditionnellement, en matière de gouvernance, la notion de *stewardship* a été employée pour proposer une perspective différente relativement à la conduite des dirigeants par rapport à la théorie de l'agence⁷⁸. Selon la *stewardship theory*, les intérêts des dirigeants et des actionnaires ne divergent pas. Les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires en ce qu'ils ont les incitations pour ce faire : « these manager-stewards derive a higher utility from collectivistic and pro-organizational behavior than they do from the maximization of their own wealth. »⁷⁹ Dans cette perspective, le rôle des instruments de gouvernance n'est donc pas d'assurer la surveillance des dirigeants, contrairement à ce que postule la théorie de l'agence.

Transposée dans le contexte des investisseurs institutionnels, la notion de *stewardship* suggère que ces derniers jouent un rôle dans la gouvernance qui transcende leurs propres intérêts. Cependant, comme le remarque Klettner, ce rôle n'est pas défini *a priori* et est tributaire des considérations théoriques que nous avons présentées ci-dessus⁸⁰. Autrement dit, se pose la question de l'objectif poursuivi par les investisseurs institutionnels en tant qu'intendants : doivent-ils privilégier les intérêts des sociétés en

⁷⁵ L'*Oxford English Dictionary* définit « *stewardship* » comme suit : « the act of taking care of or managing something, for example, property, an organization, money or valuable objects ».

⁷⁶ Morela Hernandez, « Toward an Understanding of the Psychology of Stewardship » (2012) 37:2 *Academy Mgmt Rev* 172 à la p 174.

⁷⁷ *Ibid* à la p 176.

⁷⁸ Voir en général James H Davis, F David Schoorman et Lex Donaldson, « Toward a Stewardship Theory of Management » (1997) 22:1 *Academy Mgmt Rev* 20.

⁷⁹ Philip Geiler et Luc Renneboog, « Executive Compensation: Incentives and Externalities » dans HK Baker et R Anderson, dir, *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, Hoboken, John Wiley & Sons, 2010, 263 à la p 274.

⁸⁰ Klettner, *supra* note 70 à la p 991.

portefeuille, de leurs bénéficiaires, de l'économie dans son ensemble ou des parties prenantes? Tout de même, il semble y exister un consensus dans la littérature que l'intendance implique que les investisseurs adoptent une perspective à long terme dans leurs relations avec les sociétés⁸¹.

2.2 UK Stewardship Code

2.2.1 Principaux jalons historiques

Nous pouvons retracer les origines de l'*UK Stewardship Code* au rapport *A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities* (rapport Walker)⁸². Ce rapport, commandé par l'*UK Secretary of State for Business, Enterprise and Regulatory Reform* et par le *Financial Services Secretary to the HM Treasury*⁸³, visait à faire le point sur la responsabilité des acteurs du secteur bancaire britannique relativement à la crise financière de 2007-2008⁸⁴. Entre autres, le rapport a constaté la passivité des investisseurs institutionnels pendant la crise financière de 2007-2008, les blâmant pour leurs manquements en matière de gouvernance et de surveillance des activités bancaires risquées ayant mené à la crise⁸⁵. Dans cette perspective, le rapport Walker a recommandé que le mandat du Financial Reporting Council (FRC), l'organisme encadrant la profession comptable, soit explicitement étendu au développement et à l'encouragement de l'adhésion aux principes de bonnes pratiques en matière d'intendance par les investisseurs institutionnels et les gestionnaires de fonds. En prenant position en faveur d'un encadrement

⁸¹ Arad Reisberg, « The Notion of Stewardship from a Company Law Perspective: Re-Defined and Re-Assessed in Light of the Recent Financial Crisis? » (2011) 18 J Fin Crime 126 à la p 128; Iris H-Y Chiu, « Institutional Shareholders as Stewards: Towards a New Conception of Corporate Governance » (2012) 6 Brook J Corp Fin & Com L 387 aux pp 387-8. Voir aussi Charles Cronin et Dr John Mellor, *An Investigation into Stewardship: Engagement between Investors and Public Companies: Impediments and their Resolution*, Foundation for Governance Research and Education (FGRE) en collaboration avec European Capital Markets Institute (ECMI) et Centre for European Policy Studies (CEPS), juin 2011, en ligne : <<https://tinyurl.com/4wmvusb>> à la p 12 : « A long-term perspective and focus on value creation does not inhibit the selling of securities in the shorter term. Short-term trading provides liquidity in the capital markets. At the same time, when executed thoughtfully, selling securities can send a signal to corporate boards and management of dissatisfaction with their stewardship. It is therefore an integral part of shareholders holding corporate boards accountable. »

⁸² Walker, *supra* note 20.

⁸³ The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, *The Walker Report* [ressource électronique], en ligne : <<https://tinyurl.com/38dwneyk>>.

⁸⁴ Walker, *supra* note 20 aux pp 5-6.

⁸⁵ *Ibid* aux pp 71-2; Katelouzou et Puchniak, *supra* note 22.

de l'intendance, le rapport Walker faisait écho à des recommandations similaires formulées dans les rapports Cadbury, Myners et Higgs⁸⁶.

La première version de l'*UK Stewardship Code*, inspirée de l'*ISC Code on the Responsibilities of Institutional Investors* publié en 2009 par l'Institutional Shareholders' Committee⁸⁷, avait pour objectif de favoriser l'intendance et d'en accroître la transparence. Critiqué notamment en raison de son champ d'application restreint, son attrait limité pour les investisseurs étrangers (détenant la majorité des actions de sociétés cotées britanniques) et ses lacunes relativement à la gestion des investissements, le code a été révisé en 2012 à la suite de la publication du rapport Kay, intitulé *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making*⁸⁸.

La version de 2012 de l'*UK Stewardship Code* a placé l'accent sur le long-termisme et la nécessité d'assurer la confiance des investisseurs tout au long de la chaîne d'investissement. Cette révision reprenait essentiellement les sept mêmes principes que la version de 2010⁸⁹, tout en étendant l'application de l'intendance de manière « indirecte » par le biais d'un suivi tout au long de la chaîne d'intermédiation⁹⁰. La version de 2012 a insisté sur deux aspects de l'intendance : la gouvernance d'entreprise, qui concerne la relation entre l'investisseur institutionnel et la société, ainsi que la gestion des investissements, qui concerne la relation entre l'investisseur institutionnel—en tant qu'intermédiaire—et ses clients et investisseurs finaux (bénéficiaires effectifs)⁹¹.

En 2020, l'*UK Stewardship Code* continue d'évoluer alors que sont mises en œuvre les recommandations du rapport Kingman, *Independent*

⁸⁶ Financial Reporting Council, [Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance](https://tinyurl.com/mr3f4yn9) (1^{er} décembre 1992), en ligne : <<https://tinyurl.com/mr3f4yn9>>; Paul Myners, [Institutional Investment in the United Kingdom: A Review](https://tinyurl.com/2nk5xyhm) (6 mars 2001), en ligne : <<https://tinyurl.com/2nk5xyhm>>; Derek Higgs, *Review of the role and effectiveness of non-executive directors* (janvier 2003) aux pp 69–70.

⁸⁷ Katelouzou et Puchniak, *supra* note 22 à la p 10; Financial Reporting Council, [Consultation on a Stewardship Code for Institutional Investors](https://tinyurl.com/bddud2a3), Londres, janvier 2010 à la p 5, en ligne : <<https://tinyurl.com/bddud2a3>>.

⁸⁸ John Kay, [The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making](https://tinyurl.com/3kwc3ywa) (juillet 2012), en ligne : <<https://tinyurl.com/3kwc3ywa>>.

⁸⁹ Dionysia Katelouzou, [« Something Old, Something New: Cultivating Institutional Investor Engagement Through Shareholder Stewardship »](https://doi.org/10.1017/9781009360746.008) dans Luca Enriques et Giovanni Strampelli, dir, *Board-Shareholder Dialogue: Policy Debate, Legal Constraints and Best Practices*, Cambridge, Cambridge University Press, 2024, 185 à la p 13 (pdf), en ligne : <<https://doi.org/10.1017/9781009360746.008>>.

⁹⁰ *Ibid* à la p 16 (pdf).

⁹¹ Katelouzou, *supra* note 16 à la p 12.

*Review of the Financial Reporting Council*⁹². L'*UK Stewardship Code* de 2020 définit l'intendance ainsi : « Stewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term value for clients and beneficiaries leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society. »⁹³ Cette définition identifie clairement le but principal de l'intendance comme étant de veiller sur la bonne gestion des actifs des bénéficiaires, tout en mettant en exergue ses retombées positives pour l'ensemble de la collectivité⁹⁴.

La version de 2020 du *UK Stewardship Code* marque aussi le passage à une « intendance éclairée » (« *enlightened stewardship* ») : « Signatories' purpose, investment beliefs, strategy, and culture enable stewardship that creates long-term value for clients and beneficiaries leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society. »⁹⁵ Ainsi, l'engagement et la surveillance des investisseurs institutionnels sont vus comme allant au-delà de la surveillance inspirée par la théorie de l'agence, pour englober les dimensions environnementales et sociales⁹⁶. Davies illustre cette transition par l'expression « de sauver l'entreprise à sauver la planète »⁹⁷.

Pour terminer, le Financial Reporting Council (FRC) a annoncé en février 2024 une révision de l'*UK Stewardship Code 2020*, se penchant sur cinq priorités : (1) prendre en considération tous les points de vue des parties prenantes et définir les attentes de le FRC concernant la définition d'une intendance efficace; (2) se pencher sur le *reporting* qui sera nécessaire en fonction de l'objectif renouvelé du code; (3) examiner la manière dont le code pourrait favoriser une plus grande transparence des activités des conseillers de vote par procuration; (4) présenter des propositions visant à réduire la charge de travail liée à la conformité et faire en sorte que les informations contenues dans les rapports soient utiles et accessibles à tous les investisseurs et aux autres parties prenantes; et (5) collaborer

⁹² Financial Reporting Council, [Independent Review of the Financial Reporting Council](https://tinyurl.com/ms6e5rjz) (décembre 2018) à la p 166, en ligne : <<https://tinyurl.com/ms6e5rjz>>.

⁹³ Financial Reporting Council, [The UK Stewardship Code 2020](https://tinyurl.com/5n6rh35e), Londres, 1^{er} janvier 2020 à la p 4, en ligne : <<https://tinyurl.com/5n6rh35e>> [Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code 2020*].

⁹⁴ Ronald J Gilson et Curtis J Milhaupt, « Shifting Influences on Corporate Governance: Capital Market Completeness and Policy Channeling » (2022) 12:1 Harv Bus L Rev 1 à la p 43.

⁹⁵ Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code 2020*, *supra* note 93 à la p 9.

⁹⁶ Katelouzou, *supra* note 16 aux pp 23–4.

⁹⁷ Paul Davies, « The UK Stewardship Code 2010-2020: From Saving the Company to Saving the Planet? » dans Katelouzou et Puchniak, dir, *supra* note 10, 44 [Davies].

avec d'autres régulateurs afin de faciliter la compréhension du code révisé, ainsi que la réussite de sa mise en œuvre⁹⁸.

Notons aussi que le FRC a adopté des changements intérimaires dans le but de soulager le fardeau de conformité en attendant l'adoption du nouveau code prévue en 2026⁹⁹. Pour les fins de notre étude, nous étudierons la version 2020 du code, sans ses modifications intérimaires.

2.2.2 Thèmes structurants

- *La promotion d'une gouvernance saine*

Quatre des principes de l'*UK Stewardship Code* de 2020 s'intéressent à la raison d'être de l'intendance en insistant sur la promotion d'une saine gouvernance par son application :

Principe 1. La raison d'être, la stratégie et la culture : La raison d'être, les convictions en matière d'investissement, la stratégie et la culture des signataires permettent une gestion qui crée de la valeur à long terme pour les clients et les bénéficiaires, ce qui entraîne des avantages durables pour l'économie, l'environnement et la société.

Principe 2. La gouvernance, les ressources et les incitations : La gouvernance, les ressources et les incitations des signataires soutiennent l'intendance.

Principe 4. La promotion du bon fonctionnement des marchés : Les signataires identifient les risques systémiques et à l'échelle du marché et y répondent afin de promouvoir le bon fonctionnement du système financier.

Principe 5. L'examen et l'assurance : Les signataires révisent leurs politiques, assurent leurs processus et évaluent l'efficacité de leurs activités¹⁰⁰.

Ce premier groupe de principes est centré sur les éléments fondamentaux du code, tels que sa raison d'être et les mécanismes internes de gouvernance. Ces principes reflètent d'ailleurs certains concepts présents dans l'*UK Corporate Governance Code*¹⁰¹.

⁹⁸ Financial Reporting Council, « [FRC announces significant update to the UK Stewardship Code](https://tinyurl.com/3s9kzefu) » (22 juillet 2024), en ligne : <<https://tinyurl.com/3s9kzefu>>.

⁹⁹ Financial Reporting Council, « [Interim Changes to Reporting for Stewardship Code Signatories](https://tinyurl.com/e869cvz2) » (30 août 2024), en ligne : <<https://tinyurl.com/e869cvz2>>.

¹⁰⁰ Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code 2020*, supra note 93 à la pp 8–12 [traduction par DeepL].

¹⁰¹ Daniel Cash et Robert Goddard, *Investor Stewardship and the UK Stewardship Code*, Palgrave MacMillan, 2021 à la p 40 [Cash et Goddard].

- *La gestion des conflits d'intérêts au profit des clients et des bénéficiaires*

Le troisième principe de l'*UK Stewardship Code 2020* se penche sur la gestion des conflits d'intérêts au profit des clients et des bénéficiaires :

Principe 3. Les conflits d'intérêts : Les signataires gèrent les conflits d'intérêts afin de prioriser l'intérêt des clients et des bénéficiaires.

Ainsi, l'*UK Stewardship Code 2020* vise à faciliter l'alignement de l'ensemble des parties prenantes dans l'intérêt des investisseurs finaux et des bénéficiaires¹⁰².

- *L'approche en matière d'investissements*

L'approche en matière d'investissements des signataires de l'*UK Stewardship Code 2020* est gouvernée par trois principes :

Principe 6. Les besoins des clients et des bénéficiaires : Les signataires tiennent compte des besoins des clients et des bénéficiaires et leur communiquent les activités et les résultats de leur intendance et de leurs investissements.

Principe 7. L'intégration de l'intendance, de l'investissement et de l'ESG : Les signataires intègrent systématiquement l'intendance et l'investissement, y compris les questions matérielles environnementales, sociales et de gouvernance, ainsi que l'adaptation aux changements climatiques, afin de s'acquitter de leurs responsabilités.

Principe 8. La surveillance des gestionnaires et des prestataires de services : Les signataires surveillent et tiennent pour responsables les gestionnaires et/ou les prestataires de services¹⁰³.

Ce groupe de principes témoigne de l'effort d'englober les relations entre les parties tout au long de la chaîne d'intermédiation¹⁰⁴, afin de mitiger les conflits d'agence. Non seulement l'emphase mise sur les intérêts des bénéficiaires doit maintenant être articulée, mais la manière dont l'information est recueillie et utilisée doit également être formulée. Pour compléter la chaîne d'intermédiation, le suivi des gestionnaires de fonds

¹⁰² Dionysia Katelouzou et Eva Micheler, « The Market for Stewardship and the Role of the Government » dans Katelouzou et Puchniak, dir, *supra* note 10, 67 à la p 71 [Katelouzou et Micheler].

¹⁰³ Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code 2020*, *supra* note 93 aux pp 13–6 [traduction par Deeppl].

¹⁰⁴ Cash et Goddard, *supra* note 101 à la p 40.

et des prestataires de services solidifie l'intendance par une transparence accrue¹⁰⁵.

Deux principes méritent des commentaires particuliers. Le sixième principe de l'*UK Stewardship Code 2020* requiert des propriétaires et des gestionnaires d'actifs qu'ils répondent aux besoins et aux préférences de leurs bénéficiaires lors de la détermination de leur stratégie d'investissement. Le principe exige aussi qu'ils divulguent adéquatement les activités d'intendance qu'ils entreprennent pour leurs bénéficiaires, ainsi que leurs impacts¹⁰⁶. Les signataires sont également encouragés à divulguer leur horizon temporel d'investissement¹⁰⁷.

Barker et Chiu remarquent que ce principe est probablement le plus révolutionnaire de la dernière révision de l'*UK Stewardship Code*, puisqu'il oblige les propriétaires et les gestionnaires d'actifs à rendre des comptes directement aux bénéficiaires¹⁰⁸. Dans cet ordre d'idées, l'un des principaux objectifs des modifications de 2020 était la création d'un marché de l'intendance qui soit motivé par une demande d'information de meilleure qualité sur la façon dont les signataires s'acquittent de leurs responsabilités¹⁰⁹. D'ailleurs, certains auteurs soulignent qu'il est plutôt inédit que le narratif soit passé de « *l'intendance, c'est bon pour les bénéficiaires finaux* » à celui de « *les bénéficiaires devraient pouvoir demander que l'intendance soit observée parce que cela est bon pour eux* »¹¹⁰. Néanmoins, ce principe suscite des critiques. Des auteurs notent que les bénéficiaires finaux ne sont pas nécessairement des experts, capables de formuler des commentaires constructifs sur leurs préférences d'investissement. De plus, ils peuvent avoir des préférences hétérogènes se contredisant¹¹¹.

Du reste, l'intégration des facteurs ESG qui est abordée par le Principe 7 a suscité plusieurs commentaires en raison du changement d'approche qu'il opère, et ce, d'autant plus que cette intégration est envisagée dans tous les aspects de l'intendance¹¹². Avec cette intégration dite *intégrale*,

¹⁰⁵ *Ibid* aux pp 41–42.

¹⁰⁶ Roger M Barker et Iris H-Y Chiu, « Investment Management, Stewardship and Corporate Governance Roles » dans Katelouzou et Puchniak, dir, *supra* note 10, 529 à la p 542 [Barker et Chiu].

¹⁰⁷ Katelouzou et Micheler, *supra* note 102 à la p 82.

¹⁰⁸ Barker et Chiu, *supra* note 106 à la p 542. Voir aussi Katelouzou et Micheler, *supra* note 102.

¹⁰⁹ Katelouzou et Micheler, *supra* note 102 à la p 70.

¹¹⁰ *Ibid*.

¹¹¹ Barker et Chiu, *supra* note 106 à la p 543.

¹¹² Katelouzou et Micheler, *supra* note 102 à la p 72; Davies, *supra* note 97 à la p 59.

L'*UK Stewardship Code* est dorénavant considéré comme un vecteur d'inclusion des principes ESG¹¹³.

- *L'engagement*

L'*UK Stewardship Code 2020* contient trois principes permettant aux signataires de bien préciser leur vision relativement à l'engagement :

Principe 9. Le dialogue : Les signataires ouvrent un dialogue auprès des émetteurs pour maintenir ou améliorer la valeur des actifs.

Principe 10. La collaboration : Les signataires, le cas échéant, participent à un engagement collaboratif afin d'influencer les émetteurs.

Principe 11. L'escalade : Les signataires, si nécessaire, escaladent les activités d'intendance pour influencer les émetteurs¹¹⁴.

Le FRC a choisi de regrouper l'engagement, la collaboration et l'intensification de l'engagement sous le thème général « d'engagement ». Ces principes ont été au cœur de l'intendance dans les versions précédentes des codes d'engagement¹¹⁵. Les activités dites d'engagement devraient viser un but précis et devraient être en sus de la routine habituelle des investisseurs. Plus précisément, il ne s'agit pas de simplement faire le point périodiquement avec les sociétés, mais plutôt d'interagir proactivement dans le but d'accomplir des objectifs précis. De plus, le principe d'escalade suggère aux investisseurs de continuer leurs efforts d'engagement en les intensifiant, plutôt que de simplement vendre leurs actions¹¹⁶. Dans tous les cas, le FRC souligne aussi que les progrès devraient faire l'objet d'analyse pour mesurer l'avancement vers les objectifs¹¹⁷.

- *L'exercice des droits et responsabilités*

Finalement, le dernier principe destiné aux propriétaires et gestionnaires d'actifs prévoit que les droits et les responsabilités de chacun doivent être exercés et respectés afin que l'entreprise soit gérée correctement¹¹⁸ :

¹¹³ Cash et Goddard, *supra* note 101 à la p 49.

¹¹⁴ Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code 2020*, *supra* note 93 aux pp 17–20 [traduction par DeepI].

¹¹⁵ Cash et Goddard, *supra* note 101 à la p 42.

¹¹⁶ *Ibid.*

¹¹⁷ Financial Reporting Council, [Review of Stewardship Reporting 2022](#), Londres, novembre 2022 à la p 17, en ligne : <<https://tinyurl.com/3x6csmdb>>.

¹¹⁸ Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code 2020*, *supra* note 93 aux pp 21–2.

Principe 12. L'exercice des droits et des responsabilités : Les signataires exercent activement leurs droits et responsabilités¹¹⁹.

Ce principe fait écho à la fonction de surveillance décrite ci-dessus qui implique que les investisseurs utilisent leur pouvoir pour suggérer et provoquer des changements qui auront un effet positif¹²⁰. En ce sens, le droit de vote est un outil puissant pouvant être utilisé par les investisseurs institutionnels pour réduire les coûts d'agence et améliorer la valeur de la société.

En terminant, il convient de noter que l'*UK Stewardship Code* comporte des principes spécifiques visant les fournisseurs de services qui partagent le même esprit que ceux destinés aux propriétaires et gestionnaires d'actifs¹²¹. Ces principes reflètent le rôle clé que jouent les prestataires de services dans l'industrie de la gestion des investissements. En effet, leurs activités incluent l'engagement, les recommandations et l'exécution des votes, la fourniture de données et de recherches, les conseils et la mise en place de cadres et de normes d'information, etc. Les prestataires de services comprennent aussi les consultants en investissement, les conseillers en vote par procuration, les fournisseurs de données et de recherche, etc.¹²² Puisque les conflits d'agence sont tributaires de l'intermédiation dans la chaîne d'investissement, l'application des principes d'intendance aux fournisseurs de services, en sus de leur application aux gestionnaires et propriétaires d'actifs, est un pas vers la bonne direction pour réduire ces coûts.

2.2.3 Modes de mise en application

La plupart des codes d'intendance constituent du droit souple (« *soft law* »)¹²³; l'*UK Stewardship Code 2020* ne fait pas exception¹²⁴. Dans un premier temps, l'*UK Stewardship Code* a utilisé dans ses versions antérieures l'approche « se conformer ou expliquer » (*comply or explain*), selon laquelle le signataire a le choix entre appliquer le principe ou expliquer la raison de la non-conformité, ce qui lui laissait une plus grande

¹¹⁹ *Ibid* à la p 21 [traduction par Deep].

¹²⁰ Schleifer et Vishny, *supra* note 28.

¹²¹ Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code 2020*, *supra* note 93 aux pp 23–9 [traduction par Deep].

¹²² *Ibid* à la p 23.

¹²³ Alice Klettner, « The Impact of Stewardship Codes on Corporate Governance and Sustainability » (2017) 23 *New Zealand Bus L Quarterly* 1 aux pp 1–2 [Klettner, « The Impact of Stewardship Codes »]. Voir aussi Konstantinos Sergakis, « Shareholder Stewardship: Autonomy and Sociality » (2023) 23 *J Corp L Stud* 497 pour une discussion sur la socialité (« *sociality* ») des codes d'intendance.

¹²⁴ Cash et Goddard, *supra* note 101 aux pp 39–40, 53–4.

marge de manœuvre¹²⁵. La qualité des explications des signataires est un des facteurs importants pour que cette approche ait un impact positif. Ainsi, les explications doivent être suffisamment détaillées et complètes pour peindre une image vraisemblable de la réalité et les signataires doivent éviter d'adopter une approche trop standardisée (« boilerplate ») à leurs explications¹²⁶.

Par la suite, en 2020, le code a évolué vers une approche plus contraignante, « appliquer et expliquer » (*apply and explain*). Concrètement, les signataires sont tenus d'appliquer les principes et de faire une déclaration claire expliquant les activités qu'ils ont menées au cours de l'année précédente et les résultats obtenus¹²⁷.

2.3 Principes d'intendance de la Coalition canadienne pour la bonne gouvernance

2.3.1 Genèse

Malgré l'attention que suscite l'*UK Stewardship Code*, dès 2005, soit avant l'adoption du code britannique, la Coalition canadienne pour la bonne gouvernance (CCGG), un regroupement d'investisseurs institutionnels créé en 2003¹²⁸, adoptait un ensemble de principes pour encadrer l'intendance effectuée par ses membres¹²⁹, le *Statement of Principles Regarding Member Activism* (CCGG Principes 2005). En 2010, les principes ont été révisés pour donner lieu au *CCGG Policy : Principles for Governance, Monitoring and Shareholder Engagement*¹³⁰. En 2017,

¹²⁵ Voir Steven E Salterio, Joan ED Conrod et Regan N Schmidt, « Canadian Evidence of Adherence to “Comply or Explain” in Corporate Governance Codes: An International Comparison » (2013) 12 *Accounting Perspectives* 23 pour des explications sur l'approche « se conformer ou expliquer ».

¹²⁶ Arad Reisberg, « The UK Stewardship Code: On the Road to Nowhere » (2015) 15:2 *J Corp L Stud* 217 à la p 226.

¹²⁷ Katelouzou, *supra* note 16 aux pp 20–21.

¹²⁸ Williams, « Stewardship Principles in Canada », *supra* note 21 à la p 442. Claude Lamoureux, alors CEO de Ontario Teachers' Pension Plan; Mike Wilson, ancien Ministre des Finances au fédéral et alors président de Barclays Canada; Stephen Jarislowsky, de Jarislowsky Fraser.

¹²⁹ *Ibid* à la p 437. Notons cependant que bien que la CCGG ait adopté le premier code d'intendance officiel, le Royaume-Uni avait déjà mené quelques initiatives et publié quelques codes de bonne gouvernance. Voir aussi Katelouzou et Puchniak, *supra* note 22 à la p 10.

¹³⁰ Coalition canadienne pour la bonne gouvernance, [CCGG Policy: 2010 Principles for Governance Monitoring, Voting and Shareholder Engagement](#) (décembre 2010), en ligne : <<https://tinyurl.com/4f9kvbj3>>.

les *Stewardship Principles—Principes d'intendance* prenaient le relais¹³¹, pour être révisés en 2020¹³². Aujourd'hui, les 53 membres de la CCGG représentent une gestion de 5,5 mille milliards \$ CA d'actifs sous gestion de divers bénéficiaires, dont des bénéficiaires de fonds de pensions, de fonds mutuels et d'investisseurs institutionnels¹³³.

La formulation des *Principes d'intendance* s'inscrit dans le cadre de la mission de la CCGG qui consiste à promouvoir les bonnes pratiques de gouvernance reliées à l'intendance, telles que les pratiques axées sur les enjeux ESG, ainsi qu'à accompagner les investisseurs institutionnels dans leurs responsabilités d'intendance. Selon la CCGG, la bonne gouvernance est cruciale dans la gestion des enjeux complexes posés par l'intégration de facteurs ESG aux prises de décisions¹³⁴. Dans cet esprit, la CCGG élabore des politiques et formule des prises de position afin d'améliorer l'efficacité des marchés des capitaux canadiens¹³⁵. De fait, la CCGG se dit la « voix des investisseurs canadiens » et a donc une fonction déclarée de défenseur des intérêts des investisseurs institutionnels canadiens¹³⁶.

Les *Principes d'intendance* de 2020 définissent l'intendance comme suit :

Pour les investisseurs institutionnels, l'intendance consiste à s'acquitter de leurs responsabilités en tant que fiduciaires en respectant leurs obligations envers leurs bénéficiaires ou clients. L'intendance vise à favoriser la création durable de valeur à long terme, afin que les entreprises et leurs investisseurs puissent prospérer et, ce faisant, bénéficier au marché et à la société dans l'ensemble¹³⁷.

¹³¹ Coalition canadienne pour la bonne gouvernance, *Les Principes d'intendance* (mai 2020), *supra* note 23.

¹³² Williams, « Stewardship Principles in Canada », *supra* note 21 aux pp 443–8.

¹³³ Canadian Coalition for Good Governance, [20 Years of Governance Progress: CCGG: 20 years of catalyzing good governance and stewardship in Canada. 2022 Annual Report: Improving Corporate Governance in Canada](https://tinyurl.com/592ncpv6), à la p 18, en ligne : <<https://tinyurl.com/592ncpv6>> [Canadian Coalition for Good Governance, *20 Years of Governance Progress: CCGG: 20 years of catalyzing good governance and stewardship in Canada*]; Canadian Coalition for Good Governance, [Who We Are](https://ccgg.ca/) [ressource électronique], en ligne : <<https://ccgg.ca/>>.

¹³⁴ Canadian Coalition for Good Governance, *20 Years of Governance Progress: CCGG: 20 years of catalyzing good governance and stewardship in Canada*, *supra* note 133 à la p 9.

¹³⁵ Canadian Coalition for Good Governance, [Engagement Program—2024 Annual Report](https://tinyurl.com/mhfn267n) (Toronto, 2025) à la p 6, en ligne : <<https://tinyurl.com/mhfn267n>>.

¹³⁶ Canadian Coalition for Good Governance, *20 Years of Governance Progress: CCGG: 20 years of catalyzing good governance and stewardship in Canada*, *supra* note 133 à la p 5.

¹³⁷ Coalition canadienne pour la bonne gouvernance, *Les Principes d'intendance* (mai 2020), *supra* note 23 à la p 1.

Comme nous pouvons le constater, la conception d'intendance de la CCGG rejoint celle que nous retrouvons dans l'*UK Stewardship Code*, tout en reconnaissant qu'il existe des nuances. De plus, elle vise tant les rôles et responsabilités des investisseurs institutionnels vis-à-vis des sociétés en portefeuille que de leurs bénéficiaires : « Ils ont pour but d'aider les institutions qui investissent dans des actions de sociétés publiques canadiennes à gérer leurs investissements de manière active et efficace et s'adressent à la fois aux détenteurs et aux gestionnaires d'actifs. »¹³⁸

2.3.2 Thèmes structurants

2.3.2.1 L'élaboration d'une approche d'intendance

Le premier principe de la CCGG concerne l'élaboration d'une approche d'intendance :

1. Les investisseurs institutionnels doivent élaborer, mettre en œuvre et publier leur approche d'intendance et la manière dont ils s'acquittent de leurs responsabilités en la matière¹³⁹.

Ce principe a été ajouté à la dernière version des *Principes d'intendance*. Comme le note Williams, ce principe se démarque en ce qu'il est le seul à inclure des aspects qui concernent la gouvernance des investisseurs institutionnels eux-mêmes¹⁴⁰. Ceci ressort bien des orientations qui accompagnent ce premier principe :

Les investisseurs institutionnels doivent mettre en œuvre des mécanismes pour gérer les conflits d'intérêts dans le cadre de leurs activités d'investissement, y compris la manière dont les conflits d'intérêts sont identifiés et gérés dans le but de faire passer les intérêts des bénéficiaires ou des clients en premier. Les mécanismes doivent traiter des situations où les intérêts des bénéficiaires ou des clients divergent.

Les investisseurs institutionnels devraient mettre en place des structures et des processus visant à garantir que leurs programmes de rémunération sont correctement alignés sur l'objectif d'amélioration de la valeur durable à long terme des actifs des investisseurs institutionnels au profit de leurs bénéficiaires ou de leurs clients. Les programmes de rémunération doivent intégrer des critères de référence appropriés, le cas échéant, et des mesures d'atténuation des risques¹⁴¹.

¹³⁸ *Ibid.*

¹³⁹ *Ibid* à la p 3.

¹⁴⁰ Williams, « Stewardship Principles in Canada », *supra* note 21 à la p 444.

¹⁴¹ Coalition canadienne pour la bonne gouvernance, *Les Principes d'intendance* (mai 2020), *supra* note 23 à la p 4.

investisseur institutionnel doit adapter les principes à ses caractéristiques propres.

2.3.2.3 Les rapports sur les activités de vote

Le troisième principe du code vise la présentation de rapports sur les activités de vote :

3. Les investisseurs institutionnels devraient adopter et rendre publiques leurs lignes directrices en matière de vote par procuration et la manière dont ils exercent leurs droits de vote¹⁴⁵.

Ce principe invite les investisseurs institutionnels à adopter et à divulguer publiquement des lignes directrices concernant les votes par procuration, ainsi que la manière dont ils comptent exercer leur droit de vote. La CCGG précise que les investisseurs institutionnels devraient chercher à exercer leur vote auprès de toutes les entreprises dont ils détiennent des parts. De plus, ils devraient prendre des décisions informées et indépendantes selon le meilleur intérêt de leurs bénéficiaires et ne devraient pas nécessairement supporter en tout temps les gestionnaires ou les administrateurs¹⁴⁶.

Les investisseurs institutionnels devraient rédiger un rapport périodique sur leurs activités de vote et le communiquer à leurs bénéficiaires. Ce rapport devrait inclure les circonstances dans lesquelles ils s'abstiendront de voter, les conflits d'intérêts potentiels relativement à l'exercice de leur droit de vote et leur approche relativement au prêt d'actions¹⁴⁷.

2.3.2.4 L'engagement

L'engagement est bien entendu un des principes phares du code d'intendance de la CCGG :

4. Les investisseurs institutionnels doivent s'engager auprès des entreprises de leur portefeuille¹⁴⁸.

De fait, Klettner souligne que la raison des principes d'intendance de la CCGG est de soutenir l'engagement exercé dans le but d'améliorer l'effectivité du conseil d'administration, de ses comités et de ses administrateurs, tout en minimisant le risque et en maximisant la valeur

¹⁴⁵ *Ibid* à la p 5.

¹⁴⁶ *Ibid.*

¹⁴⁷ *Ibid.*

¹⁴⁸ *Ibid.*

de la société à long terme¹⁴⁹. À cet égard, le code propose plusieurs mesures d'engagement lorsqu'un conseil d'administration ne réagit pas aux préoccupations communiquées :

- voter contre (lorsque la loi le permet) ou s'abstenir de voter pour les administrateurs ou voter contre les résolutions de la direction concernant la rémunération (say on pay)
- intervenir lors des assemblées d'actionnaires
- faire des déclarations publiques
- soutenir ou soumettre des propositions d'actionnaires
- demander une assemblée spéciale des actionnaires pour répondre à des préoccupations spécifiques
- nommer un ou plusieurs administrateurs par accès aux procurations, le cas échéant, ou en demandant une assemblée extraordinaire des actionnaires ou en soumettant une proposition d'actionnaire
- chercher à améliorer la gouvernance, y compris par d'éventuels recours juridiques.¹⁵⁰

2.3.2.5 La collaboration avec les autres investisseurs institutionnels

Le cinquième principe porte sur la collaboration avec les autres investisseurs institutionnels :

5. Les investisseurs institutionnels doivent collaborer avec d'autres investisseurs institutionnels comme cela se doit¹⁵¹.

L'intendance par la collaboration est un outil puissant pour provoquer des changements. Un de ses avantages est que les coûts et les ressources nécessaires pour mener à bien les activités d'intendance sont répartis entre les différents acteurs, permettant à tous de profiter des bienfaits¹⁵².

¹⁴⁹ Klettner, « The Impact of Stewardship Codes », *supra* note 123 à la p 10.

¹⁵⁰ Coalition canadienne pour la bonne gouvernance, *Les Principes d'intendance* (mai 2020), *supra* note 23 aux pp 6-7.

¹⁵¹ *Ibid.*

¹⁵² Principles for Responsible Investment, [A Legal Framework for Impact: Canada](https://tinyurl.com/3rtx2aud) (février 2023) à la p 17, en ligne : <<https://tinyurl.com/3rtx2aud>> [Principles for Responsible Investment, *A Legal Framework for Impact: Canada*].

2.3.2.6 La collaboration avec les décideurs politiques

Le sixième principe propose aux investisseurs institutionnels de s'engager avec les régulateurs et autres décideurs politiques lorsque cela est approprié :

6. Les investisseurs institutionnels doivent s'engager auprès des régulateurs et autres décideurs politiques le cas échéant¹⁵³.

Selon les orientations accompagnant le principe, les investisseurs institutionnels devraient s'assurer que les régulateurs considèrent la perspective actionnariale lorsqu'ils développent de nouvelles lois et politiques¹⁵⁴. Elles ajoutent que les investisseurs devraient également s'efforcer d'améliorer l'environnement réglementaire existant afin que les droits des actionnaires soient protégés, ce qui permettra aux investisseurs institutionnels de mieux remplir leurs obligations de gestion vis-à-vis de leurs bénéficiaires ou de leurs clients.

2.3.2.7 L'accent sur la valeur à long terme

Le septième principe appuie l'importance de promouvoir la création de valeur à long terme de manière durable :

7. Les investisseurs institutionnels devraient se concentrer sur la promotion de la création de valeur durable à long terme.

Ce principe est l'un des deux ajouts de la dernière version du code. Il s'agit d'un ajout notable puisqu'il s'insère dans le débat relativement à l'horizon des investissements¹⁵⁵. Les orientations reflètent clairement la position de la CCGG en faveur de l'investissement à long terme : « Les investisseurs institutionnels devraient se focaliser sur la réussite à long terme et la création de valeur durable d'une entreprise plutôt que des considérations à court terme. »¹⁵⁶

La lecture des orientations indique également que ce principe comporte une autre facette qui interpelle la gestion des risques en faisant clairement le lien avec les facteurs ESG : « Les investisseurs institutionnels doivent s'assurer qu'ils comprennent les risques et les opportunités associés aux facteurs matériels de durabilité, y compris les questions

¹⁵³ Coalition canadienne pour la bonne gouvernance, *Les Principes d'intendance* (mai 2020), *supra* note 23 à la p 7.

¹⁵⁴ *Ibid* à la p 8.

¹⁵⁵ Williams, « Stewardship Principles in Canada », *supra* note 21 à la p 447.

¹⁵⁶ Coalition canadienne pour la bonne gouvernance, *Les Principes d'intendance* (mai 2020), *supra* note 23 à la p 6.

environnementales, sociales et de gouvernance, et qu'ils les intègrent dans leurs activités d'investissement et de gestion. »¹⁵⁷

Enfin, faisant écho à l'*UK Stewardship Code*, les orientations accompagnant le Principe 7 invitent les investisseurs institutionnels à « être conscients des risques systémiques qui peuvent impacter [sic] les entreprises dans lesquelles ils investissent »¹⁵⁸.

2.3.3 Mode de mise en application

Tel que nous l'avons mentionné ci-dessus, les principes de la CCGG sont d'application volontaire. Ils sont conçus pour aider à articuler les responsabilités des investisseurs institutionnels en tant que fiduciaires¹⁵⁹. Tout de même, les principes ont été élaborés avec le souci de ne pas « imposer une charge déraisonnable aux investisseurs »¹⁶⁰. De plus, ils sont conçus d'une manière à s'agencer aux codes et principes d'intendance internationaux, susceptibles de s'appliquer aux investisseurs institutionnels canadiens compte tenu de l'empreinte mondiale de leurs activités.

Les *Principes d'intendance* sont d'application volontaire et la CCGG ne contrôle pas la conformité de ses signataires. De plus, les signataires n'ont pas l'obligation d'annoncer publiquement leur adhésion, ce qui peut devenir un enjeu pour les propriétaires d'actifs cherchant à engager un gestionnaire d'actifs¹⁶¹. Actuellement, 41 membres de la CCGG ont endossé publiquement les *Principes d'intendance*¹⁶². Par ailleurs, les signataires sont encouragés à être transparents relativement à leurs activités d'intendance avec leurs bénéficiaires et leurs clients¹⁶³. Nous revenons sur la question de la mise en application des principes de la CCGG ci-dessous.

2.4 Sommaire

Les versions 2020 de l'*UK Stewardship Code* et des *Principes d'intendance* de la CCGG ont plusieurs points communs. Tout d'abord, les deux versions suggèrent le développement d'une approche relativement à l'intendance. Ainsi, la deuxième section de l'*UK Stewardship Code* invite

¹⁵⁷ *Ibid.*

¹⁵⁸ *Ibid.*

¹⁵⁹ *Ibid.* à la p 1.

¹⁶⁰ *Ibid.*

¹⁶¹ Williams, « Stewardship Principles in Canada », *supra* note 21 à la p 443.

¹⁶² Canadian Coalition for Good Governance, [Endorsers](https://tinyurl.com/334p8s3n), en ligne : <<https://tinyurl.com/334p8s3n>>.

¹⁶³ Coalition canadienne pour la bonne gouvernance, *Les Principes d'intendance* (mai 2020), *supra* note 23 à la p 2.

les signataires à adopter une approche d'investissements qui prend en compte les besoins de leurs clients et bénéficiaires (Principe 6) et qui intègre systématiquement l'intendance et l'ESG (Principe 7). Finalement, cette approche inclut aussi la fonction de surveillance (Principe 8). Quant aux *Principes d'intendance* de la CCGG, le premier principe encourage les investisseurs institutionnels à adopter une approche d'intendance englobant les autres principes du code.

Les trois piliers de l'intendance, soit les activités de vote, de surveillance et d'engagement, sont tous les trois communs aux deux codes. L'*UK Stewardship Code* consacre les trois principes de la troisième section à l'engagement seul (Principe 9 : dialogue; Principe 10 : collaboration; Principe 11 : escalade). Les Principes 8 et 12 viennent compléter les fonctions de surveillance et de l'exercice du droit de vote. Pour la CCGG, le Principe 2 des *Principes d'intendance* encourage la surveillance des entreprises, le Principe 3 encourage les investisseurs institutionnels à faire un rapport de leurs activités de vote, tandis que les Principes 4, 5 et 6 encouragent les activités d'engagement (s'engager avec les entreprises et collaborer avec d'autres investisseurs institutionnels et décideurs politiques).

Finalement, dans les deux codes, l'accent a été mis en 2020 sur le long-termisme, le développement durable et l'ESG. Le FRC priorise l'intégration systématique de l'ESG et des enjeux entourant l'ESG dans sa section *Approche en matière d'investissements* sous le Principe 7. La CCGG, quant à elle, a ajouté en 2020 le Principe 7, encourageant les investisseurs institutionnels à se concentrer sur la valeur durable et à long terme.

Notons toutefois que certaines différences majeures entre les deux codes vont au-delà de leurs principes. En effet, l'*UK Stewardship Code* a une portée beaucoup plus vaste, puisqu'il s'applique à une plus grande diversité d'acteurs. Cela est mis à l'évidence par ses principes destinés aux fournisseurs de services. De plus, le mode d'application des deux codes diffère. L'*UK Stewardship Code* s'applique selon la manière « appliquer et expliquer », tandis que les *Principes d'intendance* de la CCGG préconisent une application entièrement volontaire.

3. Code d'intendance au Canada : Au-delà de l'autoréglementation?

Comme nous avons pu le constater, la CCGG a proposé des *Principes d'intendance* qui comportent des dispositions substantielles qui concordent à bien des égards avec celles de l'*UK Stewardship Code*. Sans aucun doute, la distinction la plus importante a trait au mode d'application de ces deux codes, celui de la CCGG reposant sur une approche purement volontaire.

Cette approche soulève un questionnement sur l'effectivité et les limites des *Principes d'intendance*.

Plus particulièrement, si les *Principes d'intendance* reflètent une tendance normative contemporaine fondée sur la *soft law* et la régulation endogène des milieux professionnels, l'approche de mise en application retenue soulève néanmoins des questions en matière de gouvernance, de responsabilité et d'intérêt public. En effet, l'intendance, en tant qu'activité de supervision proactive et d'engagement actionnarial, produit en effet un bien collectif—l'amélioration de la gouvernance d'entreprise—qui soulève des préoccupations classiques de resquillage et d'asymétrie informationnelle, tout en reposant sur une logique de réputation sans mécanismes contraignants de reddition de comptes.

Dans ce contexte, le Canada, à l'instar d'autres juridictions, se trouve à la croisée des chemins : faut-il renforcer l'encadrement légal de l'intendance, au risque de rigidifier un mécanisme fondé sur la souplesse? Ou, au contraire, approfondir l'autoréglementation en dotant les instruments existants—comme les *Principes d'intendance*—de garanties procédurales crédibles et de mécanismes d'application autonomes? Ce sont ces interrogations qui sont abordées dans cette partie.

3.1 Mise en contexte

3.1.1 Cadre normatif relatif à l'intendance

Il n'existe pas d'encadrement juridique spécifique de l'intendance au Canada. Plutôt, l'intendance repose sur trois sources juridiques générales, soit le droit des sociétés, le droit des valeurs mobilières et le droit des institutions financières.

Le socle juridique de l'intendance au Canada repose d'abord sur le droit des sociétés qui attribue au conseil d'administration l'autorité de gérer les activités commerciales et les affaires internes de la société ou d'en surveiller la gestion¹⁶⁴. En corollaire, les administrateurs sont soumis à l'obligation d'agir de bonne foi dans le meilleur intérêt de la société et à l'obligation d'agir avec prudence et diligence raisonnable. S'ils s'appliquent aux sociétés ouvertes, ces principes visent également les conseils d'administration des investisseurs institutionnels constitués en personnes morales. En somme, ces dispositions créent un triangle de responsabilité : les administrateurs répondent devant les actionnaires lors de l'assemblée annuelle, lesquels—lorsqu'ils sont des investisseurs

¹⁶⁴ *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, LRC 1985, c C-44, art 102 [LCSA]; *Loi sur les sociétés par actions*, RLRQ c S-31.1, art 112 (LSAQ).

institutionnels—doivent eux-mêmes rendre compte à leurs bénéficiaires (pensionnés, preneurs d'assurance, porteurs de parts, par exemple). Dans la mesure où la jurisprudence applique la règle de l'appréciation commerciale (*business judgment rule*), la surveillance actionnariale prend tout son sens : un conseil qui invoque la discrétion managériale contre des contestations d'investisseurs doit démontrer une démarche informée, raisonnable et loyale, alors que l'investisseur qui critique la gestion doit établir qu'il agit conformément à ses propres obligations.

Un second pilier normatif relève de la réglementation des valeurs mobilières. Les règlements des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) encadrent la gouvernance des fonds d'investissement et leurs pratiques commerciales¹⁶⁵. En particulier, tout fonds doit inclure dans son prospectus et/ou sa notice annuelle un résumé des politiques et des procédures qu'il suit pour exercer les droits de vote conférés par procuration relativement aux titres en portefeuille¹⁶⁶. Tout fonds est par ailleurs tenu d'envoyer rapidement ses politiques et procédures de vote par procuration les plus récentes à tout porteur qui en fait la demande¹⁶⁷. Ces obligations jouent un rôle disciplinaire : elles permettent non seulement aux porteurs, mais aussi aux associations de gouvernance et aux régulateurs d'examiner la conduite des fonds au regard de la réalité des bulletins de vote, détectant au besoin les écarts susceptibles de constituer un manquement fiduciaire ou de la présentation trompeuse. L'encadrement à cet égard se renforce depuis 2022 avec les initiatives ESG des ACVM. L'Avis 81-334 du personnel des ACVM enjoint les fonds qui sont commercialisés avec une référence aux facteurs ESG de préciser comment les stratégies de vote et leur engagement actionnarial soutiennent leurs objectifs ESG déclarés¹⁶⁸.

Le troisième pilier procède des normes prudentielles et de gouvernance applicables aux institutions financières, soit notamment les banques et institutions de dépôts, de même que les compagnies d'assurances. Parmi celles-ci, soulignons la *Ligne directrice B-15—Gestion des risques*

¹⁶⁵ *Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement*, RLRQ c V-1.1 r 39; *Règlement 81-105 sur les pratiques commerciales des organismes de placement collectif*, RLRQ c V-1.1 r 41; *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement*, RLRQ c V-1.1 r 43.

¹⁶⁶ Voir *Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif*, RLRQ c V-1.1 r 38, Annexes 81-101A1, 81-101A2.

¹⁶⁷ *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*, RLRQ c V-1.1 r 42, art 10.4.

¹⁶⁸ *Avis 81-334 du personnel des ACVM (révisé). Information des fonds d'investissement au sujet des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance*, 7 mars 2024 aux pp 25–6.

*climatiques*¹⁶⁹ du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) qui exige des banques et assureurs qu'ils intègrent les scénarios de transition et de risques physiques dans leur gouvernance, leurs structures incitatives et leurs communications auprès des parties prenantes¹⁷⁰. Dans la foulée de l'initiative du BSIF, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a adopté la *Ligne directrice sur la gestion des risques liés aux changements climatiques*¹⁷¹ afin d'aider les institutions financières québécoises à faire face aux défis qui découlent des changements climatiques. La ligne directrice formule des attentes qui concordent pour l'essentiel avec celles du BSIF.

L'articulation de ces trois régimes crée une matrice de responsabilités qui soutient l'intendance. Cette mosaïque comporte néanmoins des lacunes qui ont trait notamment aux champs d'application personnelle et matérielle limités de ces régimes. À titre d'exemple, les caisses de retraite et les gestionnaires en portefeuilles échappent à bien des égards à ces normes. De même, la législation sur les sociétés n'impose pas d'obligations aux actionnaires relativement à l'engagement actionnarial, incluant l'exercice de leurs droits de vote. Et les pratiques de gouvernance recommandées par les ACVM ne comportent pas de dispositions relatives aux actionnaires¹⁷². Ces lacunes laissent à bien des égards le champ libre à l'autoréglementation, notamment aux *Principes d'intendance* de la CCGG.

Dans cette perspective, la section suivante pourra donc s'appuyer sur ce panorama pour évaluer la portée, mais aussi les limites, des instruments d'autoréglementation censés combler les interstices de la régulation formelle et promouvoir une gouvernance véritablement responsable.

3.1.2 Autoréglementation

L'autoréglementation réfère au « recours aux normes volontairement développées et acceptées par ceux qui prennent part à une activité [...] en prenant avantage des motivations existant au sein de l'industrie »¹⁷³.

¹⁶⁹ Canada, Bureau du surintendant des institutions financières, *Ligne directrice B-15—Gestion des risques climatiques*, 2023, en ligne : <<https://tinyurl.com/yzum73v7>>.

¹⁷⁰ Voir Stéphane Rousseau, « La gestion des risques climatiques par les institutions financières au Canada : une revue des récentes initiatives réglementaires » (2024) 1 RISF 33.

¹⁷¹ Québec, Autorité des marchés financiers, *Ligne directrice sur la gestion des risques liés aux changements climatiques*, mars 2025, en ligne : <<https://tinyurl.com/37e7s5hy>>.

¹⁷² *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance*, RLRQ c V-1.1 r 32 et Québec, Autorité des marchés financiers, *Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance*.

¹⁷³ Pierre Trudel, « Les effets juridiques de l'autoréglementation » (1989) 19 RDUS 247 à la p 251. Voir, en général, Margot Priest, « The Privatization of Regulation: Five Models of Self-Regulation » (1997-1998) 29 RD Ottawa 233; SA Romano, « Self-

L'autoréglementation est un phénomène ancien dans le monde des affaires¹⁷⁴, incluant dans le secteur des valeurs mobilières¹⁷⁵.

Au regard des nombreuses formes d'autoréglementation identifiées par les auteurs¹⁷⁶, les *Principes d'intendance* de la CCGG correspondent à l'autoréglementation volontaire en ce que l'initiative de la CCGG ne découle pas d'une obligation légale. En ce sens, l'adhésion des membres à la CCGG est volontaire, sans qu'il n'y ait d'exigences réglementaires formelles ou informelles pour l'inciter, voire l'imposer.

Les bénéfices de l'autoréglementation sont bien connus¹⁷⁷. Ils incluent la réduction des coûts, l'adaptabilité et l'interaction dynamique avec le milieu environnant. De par sa souplesse, l'autoréglementation permet également l'actualisation rapide de l'encadrement.

L'autoréglementation n'est pas sans critique, la principale d'entre elles étant la propension de l'industrie à favoriser ses intérêts au détriment de ceux des tiers. D'autres critiques signalent le manque de robustesse des normes de conduite et la mise en application laxiste de celles-ci. Si elles ne remettent pas en cause la pertinence de l'autoréglementation, les critiques méritent notre attention afin de réfléchir aux pistes qui s'offrent pour renforcer l'encadrement de l'intendance au Canada.

Regulation in the Securities Industry-A Regulatory Perspective » (1995) 18 OCSB 4824; Robert Mysicka, *Who Watches the Watchmen? The Role of the Self-Regulator*, Toronto, CD Howe Institute, 2014, Commentary No 416 [Mysicka].

¹⁷⁴ Karim Benyekhlef, *Une possible histoire de la norme*, Montréal, Thémis, 2008 aux pp 767-8.

¹⁷⁵ Stéphane Rousseau, *Droit des valeurs mobilières*, Montréal, Thémis, 2023 aux pp 69-72.

¹⁷⁶ Pour une revue des cadres conceptuels, voir Ian Bartle et Peter Vass, « Self-Regulation within the Regulatory State: Towards a New Regulatory Paradigm? » (2007) 85 *Pub Admin* 885.

¹⁷⁷ Voir John Carson, *Self-Regulation in Securities Markets*, Policy Research Working Paper 5542, Washington, World Bank, 2011; Saul T Omarova, « Rethinking the Future of Self-Regulation in the Financial Industry » (2010) 35 *Brooklyn J Int L* 665.

3.2 Enjeux soulevés

3.2.1 Resquillage

L'intendance produit un bien collectif, soit l'amélioration de la gouvernance des sociétés dans l'intérêt des bénéficiaires des investisseurs institutionnels¹⁷⁸. De là, deux problématiques de resquillage émergent¹⁷⁹.

La première découle du fait que l'ensemble des investisseurs peuvent profiter des effets positifs de l'intendance, sans pour autant assumer les coûts qui y sont associés¹⁸⁰. Concrètement, si l'intendance se traduit par une meilleure gouvernance des sociétés et que cela se traduit favorablement dans leur valorisation, tout investisseur détenant celles-ci en portefeuille en bénéficie, même s'il est demeuré passif. Cette problématique, qui n'est pas propre aux *Principes d'intendance* de la CCGG, est connue depuis de longue date en matière d'activisme actionnarial et a fait l'objet de nombreuses études.

Résoudre cette problématique par la mutualisation des coûts de l'intendance ne semble pas une avenue réaliste, étant donné la complexité associée à l'identification de l'engagement et de ses coûts, ainsi que de la répartition des coûts parmi les investisseurs détenant des titres de la société en cause. Une autre avenue pouvant être envisagée consisterait à imposer aux investisseurs institutionnels d'adhérer à des principes d'intendance. Nous examinerons cette avenue ci-dessous lors de notre discussion sur le rôle des régulateurs.

La seconde problématique de resquillage concerne les membres de la CCGG. L'adhésion aux *Principes d'intendance* génère des bénéfices réputationnels pour tous les adhérents. Or, des investisseurs institutionnels peuvent se contenter d'adhérer aux *Principes d'intendance*, sans pour autant les appliquer. Ce faisant, ils bénéficient des avantages réputationnels, ce qui peut se traduire favorablement du côté de leur compétitivité, par exemple, par leur capacité à accroître leurs capitaux sous gestion, sans devoir assumer les coûts associés à l'application des principes. La variabilité dans la conformité aux principes est renforcée par le fait que la CCGG n'assume pas un rôle de surveillance en vue de

¹⁷⁸ Mackaay et al, *supra* note 45 aux pp 310–25. Pour une perspective critique sur la contribution de l'activisme actionnarial, voir Bryce C Tingle, « Two Stories About Shareholders » (2021) 58 Osgoode Hall LJ 57.

¹⁷⁹ Neil Gunningham et Joseph Rees, « Industry Self-Regulation, An Institutional Perspective » (1997) 19 Law & Pol'y 363 aux pp 392–3 [Gunningham et Rees].

¹⁸⁰ Une organisation comme la CCGG sert à mitiger le problème d'action collective en regroupant les investisseurs institutionnels. Voir Craig Doidge et al, « Collective Action and Governance Activism » (2019) 23 Rev Fin 893.

contrôler leur application par les signataires¹⁸¹. L'absence de mécanismes d'application des principes, qui n'est pas propre au Canada, porte atteinte à leur effectivité, tel que le note Katelouzou : « Given the extremely lax and non-existent enforcement regimes in almost all non-UK jurisdictions, there is an acute risk that UK-style stewardship codes in these jurisdictions will be ineffective in motivating institutional investors to adequately invest in corporate governance. »¹⁸²

3.2.2 Asymétries informationnelles

La problématique décrite par le capitalisme d'agence est tributaire d'asymétries informationnelles entre, d'une part, les bénéficiaires ou les clients et, d'autre part, les investisseurs institutionnels et les intermédiaires dans la chaîne d'investissement. Les asymétries informationnelles limitent la capacité des bénéficiaires à apprécier la conduite des investisseurs institutionnels en matière d'intendance, ce qui peut ainsi donner lieu à un aléa moral prenant la forme d'une passivité relative vis-à-vis des sociétés en portefeuille.

S'agissant des adhérents aux *Principes d'intendance* de la CCGG, le Principe 3 prévoit que les « investisseurs institutionnels doivent rendre compte périodiquement de leurs activités de vote à leurs bénéficiaires ou clients »¹⁸³. Force est toutefois de constater que la divulgation visée par ce principe porte sur une dimension précise de l'intendance, soit l'exercice du droit de vote. Elle ne s'étend pas aux activités d'engagement elles-mêmes. Si ce choix s'explique par la nécessité de préserver la confidentialité des discussions avec les sociétés en portefeuille, il n'en demeure pas moins que subsistent ainsi des asymétries informationnelles qui constituent un frein à la surveillance de la conformité de leur conduite par les bénéficiaires ou les clients des investisseurs institutionnels. En corollaire, cela fait en sorte qu'il est difficile de classer les investisseurs institutionnels en fonction de la qualité de leur intendance, comme on le fait pour les sociétés cotées en regard de leurs pratiques de gouvernance. Enfin, l'absence de *reporting* sur l'intendance vient considérablement limiter l'effectivité des sanctions réputationnelles, qui pourraient autrement discipliner les investisseurs institutionnels qui se livrent à du resquillage.

¹⁸¹ Williams, « Stewardship Principles in Canada », *supra* note 21 à la p 447.

¹⁸² Katelouzou et Puchniak, *supra* note 22 à la p 24.

¹⁸³ Coalition canadienne pour la bonne gouvernance, *Les Principes d'intendance* (mai 2020), *supra* note 23 à la p 5.

3.2.3 Place de l'intérêt public

D'un point de vue conceptuel, la CCGG peut être qualifiée d'institution médiatrice qui dispose des attributs pour imposer des lignes directrices encadrant la conduite dans une industrie particulière¹⁸⁴. Une organisation peut jouer le rôle d'institution médiatrice lorsqu'elle possède des connaissances et des perspectives permettant de formuler avec crédibilité des lignes directrices énonçant les normes et pratiques souhaitables pour l'industrie. La capacité de la CCGG d'agir comme institution médiatrice s'appuie sur ses membres qui lui confèrent une expertise et une légitimité reconnues dans le monde de l'investissement.

Il n'en demeure pas moins que se pose la question de la capacité de la CCGG à formuler des principes qui concordent avec l'intérêt public¹⁸⁵. Cette question concerne la critique classique de l'autoréglementation selon laquelle il s'agit d'une mesure destinée à donner l'apparence d'une réglementation, ce qui permet ainsi d'éviter une intervention gouvernementale. En l'absence d'encadrement, l'autoréglementation permet de servir les intérêts privés des parties intéressées aux dépens du public.

Plus spécifiquement, cette préoccupation concerne le niveau d'écart entre les intérêts des parties intéressées et l'intérêt public. À cet égard, nous pouvons constater que la CCGG propose à l'ensemble des investisseurs des principes qui définissent les meilleures pratiques en matière d'intendance. Tel que mentionné précédemment, l'intendance est de nature à mitiger les conflits d'agence des sociétés en portefeuille, améliorant ainsi la gouvernance des entreprises. De même, les principes ont pour dessein d'aider les investisseurs institutionnels à s'acquitter de leur responsabilité de fiduciaires envers leurs bénéficiaires. Ainsi, les principes ne sont pas strictement centrés sur les intérêts privés des membres de la CCGG¹⁸⁶. De fait, la CCGG établit un lien entre l'intendance et l'intérêt public : « L'intendance vise à favoriser la création durable de valeur à long terme, afin que les entreprises et leurs investisseurs puissent prospérer et, ce faisant, bénéficier au marché et à la société dans l'ensemble. »¹⁸⁷ D'un point de vue empirique, la concordance entre les *Principes d'intendance* de la CCGG et ceux de l'*UK Stewardship Code* qui sont élaborés dans un

¹⁸⁴ Gunningham et Rees, *supra* note 179 aux pp 371–6.

¹⁸⁵ Voir, par exemple, Mysicka, *supra* note 173.

¹⁸⁶ En ce sens, Williams remarque que si les régulateurs canadiens devaient adopter un code d'engagement actionnarial, les Principes de la CCGG constitueraient le point de départ logique : Williams, « Stewardship Principles in Canada », *supra* note 21 à la p 448.

¹⁸⁷ Coalition canadienne pour la bonne gouvernance, *Les Principes d'intendance* (mai 2020), *supra* note 23 à la p 1.

environnement réglementé atteste d'une convergence entre les intérêts des membres de la CCGG et l'intérêt public, s'agissant de l'intendance.

3.3 Avenues pour accroître l'effectivité des *Principes d'intendance*

3.3.1 Intégrer les *Principes d'intendance* dans le cadre juridique : une option prématurée

3.3.1.1 Motifs justifiant un encadrement légal

Deux motifs principaux sont avancés pour justifier un encadrement légal de l'intendance¹⁸⁸.

Le premier motif consiste à assurer l'arrimage entre l'intendance et les obligations des investisseurs institutionnels afin que l'intendance fasse partie intégrante de toutes les facettes des activités d'investissement. En quelque sorte, il s'agit de répondre aux enjeux de resquillage et d'asymétries informationnelles par l'intégration d'un code d'intendance dans un cadre réglementaire. Selon les tenants de cette approche, ce faisant, l'ensemble des investisseurs institutionnels seraient amenés à adhérer au code, selon une approche empruntant, par exemple, à l'approche « se conformer ou s'expliquer », ce qui aurait un impact favorable sur l'intendance.

Selon Cynthia Williams, cette position relève davantage d'une hypothèse que d'une certitude, en l'absence de données empiriques :

One question worth further thought for the engaged ownership community, and academics studying these codes, is whether it is necessary for there to be regulatory oversight in order for principles or codes to have a demonstrable effect, or whether essentially soft-law initiatives generated by the investment community itself can have an effect, and, if so, what effect, and under what conditions¹⁸⁹.

Les propos de Williams ont trouvé écho lors d'une table ronde organisée par les auteurs du présent article et réunissant des conseillers juridiques, des investisseurs et des participants du marché, ceux-ci exprimant des doutes quant à l'impact de l'intégration des *Principes d'intendance* de la CCGG dans l'encadrement juridique¹⁹⁰.

¹⁸⁸ Principles for Responsible Investment, *Part II. Implementation Guide for Sustainable Investment Policy and Regulation Tools—Stewardship* (2022) aux pp 6–8, en ligne : <<https://tinyurl.com/56yktcep>>.

¹⁸⁹ Williams, « Stewardship Principles in Canada », *supra* note 21 à la p 448.

¹⁹⁰ Sur l'impact d'une réglementation des pratiques de gouvernance au Canada, voir cependant Réal Labelle et Samir Trabelsi, « [The Economic Consequences of Disclosure Regulation: Evidence from Online Disclosure of Corporate Governance Practices in U.S.](#)

Le second motif consiste à soutenir ou permettre la réalisation d'objectifs de politique publique plus larges. À titre d'exemple, le rapport *A Legal Framework for Impact: Canada* note que l'intendance est un outil essentiel pour faire face aux risques systémiques et pour atteindre les objectifs de durabilité¹⁹¹. Dans le même esprit, Williams fait valoir que la CCGG devrait réviser les *Principes d'intendance* afin qu'ils mettent en exergue l'importance pour les investisseurs institutionnels de jouer un rôle dans la décarbonation de l'économie, une suggestion qui reflète implicitement une volonté que les principes servent mieux l'intérêt public¹⁹².

Sans remettre en cause le bien-fondé de l'objectif poursuivi, à savoir la décarbonation de l'économie et la lutte aux changements climatiques, nous pouvons nous interroger sur le rôle d'un code d'intendance à cet égard. De fait, les auteurs du rapport *A Legal Framework for Impact: Canada* reconnaissent l'importance de prendre la mesure de l'encadrement juridique régissant les investisseurs institutionnels dans la réflexion relativement à leur contribution à la décarbonation de l'économie :

[...] Canada's legal framework limits investors' ability to pursue positive sustainability impacts as a distinct goal (ultimate ends IFSI) but does permit and in some circumstances likely require investors to consider pursuing such impacts as a means to achieve financial returns and protect financial value (instrumental IFSI)¹⁹³.

Les auteurs poursuivent en remarquant que leur analyse révèle que de nombreux investisseurs canadiens peuvent interpréter leurs obligations légales de façon à les dissuader de considérer des objectifs d'impact sur le développement durable. Ce phénomène se produit même si la réalisation de ces objectifs pourrait, en fin de compte, les aider à satisfaire à leur obligation de générer des rendements financiers¹⁹⁴. Autrement dit, l'adoption d'un code d'intendance faisant la promotion de l'investissement durable risque d'avoir un impact limité dans la mesure où l'encadrement juridique soulève toujours des incertitudes relativement à la capacité

[and Canadian Markets](https://tinyurl.com/2y25xsrj) », CAAA Annual Conference 2010, en ligne : <<https://tinyurl.com/2y25xsrj>> (comparant la réglementation canadienne et américaine et constatant que l'étendue des pratiques de gouvernance d'entreprise divulguées est plus importante aux États-Unis qu'au Canada, ce qui suggère que la réglementation oblige les entreprises à maintenir un niveau de transparence plus élevé).

¹⁹¹ Principles for Responsible Investment, *A Legal Framework for Impact: Canada*, *supra* note 152 à la p 13.

¹⁹² Williams, « Stewardship Principles in Canada », *supra* note 21 aux pp 449–52.

¹⁹³ Principles for Responsible Investment, *A Legal Framework for Impact: Canada*, *supra* note 152 à la p 11.

¹⁹⁴ *Ibid* à la p 5.

des investisseurs institutionnels de suivre une stratégie d'investissement durable.

3.3.1.2 De la nécessité de tenir compte de l'encadrement juridique des investisseurs institutionnels et de l'intendance

La notion d'autoréglementation suggère que l'encadrement existe en marge du droit. Or, tel n'est pas le cas. L'autoréglementation interagit bien entendu avec l'encadrement juridique dont nous avons esquissé les contours ci-dessus¹⁹⁵. Dans cette perspective, toute discussion relativement à l'intégration d'un code d'intendance dans le cadre légal exige en amont une prise en compte de l'encadrement existant relativement à l'intendance et aux *Principes d'intendance* de la CCGG. Or, jusqu'à présent, cette question a suscité peu d'intérêt au Canada, alors qu'elle a mené à de nombreuses études en Europe et au Royaume-Uni¹⁹⁶. Tout en reconnaissant que l'analyse rigoureuse de l'encadrement juridique de l'intendance dépasse le cadre de la présente étude, il paraît opportun d'esquisser les principales dimensions de cette question afin d'en faire ressortir l'importance.

La première dimension consiste en la gouvernance des investisseurs institutionnels qui relève des lois constitutives qui les régissent, ainsi que des régulateurs qui les encadrent. C'est dire qu'il est nécessaire d'analyser les dispositions qui régissent l'ensemble des investisseurs institutionnels pouvant être interpellés par un code d'intendance et qui incluent les assureurs, les caisses de retraites publiques et privées, les fonds d'investissement et les gestionnaires en portefeuille. Cet exercice permettrait d'identifier les objectifs poursuivis par les investisseurs, leurs modes de prise de décision et les instruments de responsabilisation de manière à mieux comprendre l'interaction entre la gouvernance des investisseurs institutionnels et le code d'intendance.

¹⁹⁵ Gunningham et Rees, *supra* note 179 à la p 398. Voir aussi Kernaghan Webb, dir, *Voluntary codes: private governance, the public interest and innovation*, Ottawa, Carleton Research Unit for Innovation, Science and Environment, Carleton University, 2004; Cary Coglianese et Angel Reed, « [Law's Interaction with Voluntary Codes and Standards](https://tinyurl.com/4bf94s78) », *The Regulatory Review* (22 août 2022), en ligne <<https://tinyurl.com/4bf94s78>>.

¹⁹⁶ Voir, par exemple, Hanne S Birkmose, *Shareholders' Duties*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2017. De fait, dans la conclusion de son ouvrage *Shareholder-driven Corporate Governance* qui met en exergue l'influence de l'activisme actionnarial sur la gouvernance au Canada, la professeure Anand était d'avis qu'il n'était pas nécessaire d'imposer des obligations fiduciaires aux investisseurs institutionnels, sans avoir effectué une analyse approfondie du cadre juridique qui s'applique à ces derniers : « While SCG [shareholder-driven corporate governance] recognizes shareholders' increasing influence in the corporation, it does not necessitate the creation of new legal duties among shareholders » (Anand, *supra* note 5 à la p 101).

La deuxième dimension concerne les obligations de transparence qui s'appliquent à cette diversité d'investisseurs institutionnels. Certains investisseurs, tels que les fonds d'investissement, sont assujettis à des obligations de divulgation étoffées, incluant des obligations relativement à l'exercice de leurs droits de vote. D'autres, comme les caisses de retraite privées, ne sont pas soumises à des exigences onéreuses. La prise en compte des obligations de transparence servirait à cerner la nature et l'étendue de l'information qui doit actuellement être communiquée par les investisseurs. Ce faisant, nous aurions une meilleure compréhension du rôle d'un code d'intendance à cet égard, ainsi que de ses limites.

La troisième dimension implique la législation particulière qui encadre l'intendance, telle que la législation sur les sociétés et les valeurs mobilières. À titre d'exemple, citons les règles régissant la sollicitation de procurations, la communication sélective d'information, la divulgation d'information fautive ou trompeuse et les opérations d'initiés. Cette législation vient imposer des obligations aux investisseurs institutionnels qui infléchissent leur conduite et posent des limites à leurs interventions. Un code d'intendance doit s'intégrer dans cet environnement législatif.

La quatrième dimension intéresse la législation d'application générale qui peut avoir une incidence sur la conduite des investisseurs institutionnels. Pensons, par exemple, à la récente modification apportée à la *Loi sur la concurrence*¹⁹⁷ qui vise à sanctionner l'écoblanchiment. Plus généralement se pose la question de la portée de l'obligation de bonne foi du *Code civil du Québec* à l'égard des investisseurs institutionnels, à la lumière de l'arrêt *Sharp*¹⁹⁸. En effet, dans cet arrêt, la Cour suprême du Canada est venue statuer qu'« à titre de droit commun et de fondement des autres lois québécoises, le C.c.Q. est la source première du droit civil québécois et sert de point de départ dans toute opération d'interprétation mettant en cause une loi particulière dans les matières auxquelles se rapportent la lettre, l'esprit ou l'objet des dispositions du C.c.Q. »¹⁹⁹.

En somme, l'étude de ces quatre dimensions nous paraît essentielle afin de réfléchir à la place d'un code d'intendance dans l'environnement juridique.

¹⁹⁷ LRC 1985, c C-34, art 74.01(1) b.1), b.2).

¹⁹⁸ *Sharp c Autorité des marchés financiers*, 2023 CSC 29.

¹⁹⁹ *Ibid* au para 47.

3.3.2 Renforcer l'effectivité des *Principes d'intendance* : deux avenues à explorer

La Coalition canadienne pour la bonne gouvernance s'apparente à un organisme d'autoréglementation (OAR) pour ce qui est des *Principes d'intendance*. Toutefois, les *Principes d'intendance* ne sont pas accompagnés d'un mécanisme de mise en application interne comme nous le retrouvons habituellement dans un modèle d'autoréglementation, comme le rappelle l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) : « In its most complete form, self-regulation encompasses the authority to create, amend, implement and enforce rules of conduct with respect to the entities subject to the [Self-Regulatory Organization] SRO's jurisdiction and to resolve disputes through arbitration or other means. »²⁰⁰ Cette lacune soulève un questionnement relativement à l'effectivité des normes de conduite formulées dans les *Principes d'intendance*, c'est-à-dire à l'écart entre les normes et leur application²⁰¹.

Compte tenu des observations formulées ci-dessus relativement à l'interaction entre les *Principes d'intendance* et le cadre juridique, il n'en demeure pas moins souhaitable d'en renforcer l'effectivité. Dans un contexte d'autoréglementation, la mise en place de garanties procédurales mérite notre attention. En nous inspirant de l'étude de Mysicka, nous pouvons identifier quatre garanties procédurales pertinentes pour les *Principes d'intendance*²⁰² : Premièrement, la consultation avec l'industrie, soit les parties prenantes et les régulateurs, contribue à faire en sorte que les normes de conduite concordent avec l'intérêt public. Deuxièmement, l'éducation et la publicité, soit que les normes de conduite doivent être facilement identifiables afin que le public puisse en connaître l'existence et que soit possible la formulation de plaintes. Troisièmement, la transparence, soit que les règles de transparence doivent assurer que des tiers ou le public puissent examiner la conduite et les décisions prises. Finalement, la surveillance et la reddition de comptes, soit que des mécanismes doivent être en place pour s'assurer de la conformité avec les normes de conduite.

Ci-dessous, nous explorons deux avenues qui s'offrent à la CCGG pour mettre en place de telles garanties procédurales.

²⁰⁰ International Organization of Securities Commissions, *Model for Effective Self-Regulation*, Report of the SRO Consultative Committee of the International Organization of Securities Commissions, 2000 à la p 3.

²⁰¹ Voir Yann Leroy, « La notion d'effectivité du droit » (2011) 79 *Droit & Soc* 715.

²⁰² Mysicka, *supra* note 173 à la p 5.

3.3.2.1 Révision de la gouvernance des *Principes d'intendance* : la création d'un comité de surveillance

La première avenue passe par la révision de la gouvernance des *Principes d'intendance* et demeure ancrée dans le modèle d'autoréglementation qui prévaut actuellement. Cette avenue constitue une façon de répondre aux préoccupations des membres signataires des *Principes d'intendance* qui sont susceptibles de considérer que ces garanties procédurales viennent porter atteinte à leur autonomie et remettre en cause les mécanismes de responsabilisation qui leur sont applicables. Autrement dit, elle vise à assurer la création d'une source externe aux *Principes d'intendance* afin d'en accroître l'effectivité, tout en assurant l'acceptabilité de ces garanties procédurales.

Concrètement, cette avenue pourrait miser sur une institution tierce servant à mettre en œuvre les garanties procédurales. Gunningham et Rees expliquent ainsi le rôle d'une telle institution :

The state is not the only possible institution capable of compensating for the weaknesses of self-regulation in its pure form. Sometimes, there may also be a possibility of harnessing third parties to act as surrogate regulators; monitoring or policing the code as a complement or alternative to government involvement. Indeed, it is arguable that self-regulation is rarely effective without such involvement.

[...]

One major consequence of self-regulatory programs that can be made self-enforcing, whether through harnessing the self-interest of consumers, rival traders or others, is that there is consequently far less need for direct involvement of government regulators, who may take a back seat, intervening only to the extent that the self-enforcing mechanisms break down in practice, or need external support in order to make them effective²⁰³.

Bien qu'une telle institution n'existe pas actuellement au Canada, elle pourrait être créée en s'inspirant de l'expérience du Best Practice Principles Group (BPPG) qui a été institué en 2013 sous les encouragements de l'European Securities and Markets Authority (ESMA) pour promouvoir une meilleure compréhension des services de recherche et de soutien en matière de gouvernance d'entreprise ou d'ESG fournis aux investisseurs professionnels et aux autres acteurs des marchés financiers par les

²⁰³ Gunningham et Rees, *supra* note 179 aux pp 402–3.

agences de conseil en vote par procuration²⁰⁴. Concrètement, le BPPG a adopté les *Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis*, qui ont pour objectif d'aider les clients et les parties prenantes à comprendre la nature et le caractère des services fournis par les conseillers en procuration, la norme de conduite sur laquelle repose la prestation de ces services et la manière dont les conseillers en procuration interagissent avec d'autres acteurs du marché²⁰⁵. Les Principes et les orientations sur leur application sont mis en œuvre conformément à l'approche « se conformer ou s'expliquer ». Ainsi, les Principes sont soumis à la discrétion des signataires, qui peuvent s'en écarter à condition d'expliquer la raison de cet écart et les mesures alternatives prises.

En 2020, un comité de surveillance a vu le jour afin de fournir une assurance indépendante que les signataires respectent les meilleures pratiques convenues, servent les intérêts de leurs clients investisseurs tout en traitant les émetteurs et les autres parties prenantes de manière équitable, avec précision, intégrité et réactivité. Le comité de surveillance est composé d'un président indépendant, de six investisseurs institutionnels signataires des Principes et de deux représentants des émetteurs. Spécifiquement, le comité de surveillance assure (i) un examen annuel indépendant du suivi des principes des meilleures pratiques et (ii) un examen annuel indépendant des rapports publics de chaque signataire. Chaque année, le comité publie un rapport qui rend compte de son activité de surveillance.

En somme, à la lumière de ce qui précède, la CCGG pourrait s'inspirer du BBPG en créant un comité de surveillance afin de fournir une assurance relativement aux *Principes d'intendance*. Une telle initiative permettrait d'atténuer les préoccupations formulées ci-dessus relativement à l'effectivité des principes. En corollaire, elle améliorerait la contribution des signataires des *Principes d'intendance* à la gouvernance d'entreprise, et ce, dans l'intérêt de leurs bénéficiaires qui auraient davantage de visibilité relativement à leurs activités d'intendance.

3.3.2.2 Création d'un organisme d'autoréglementation

La seconde avenue consisterait en une démarche de la CCGG auprès des régulateurs en valeurs mobilières pour se faire reconnaître comme

²⁰⁴ Voir Dirk A Zetsche, [Report of the Chairman of the Best Practice Principles Group Developing the Best Practice Principles for Shareholder Voting Research & Analysis](#) (2014), en ligne : <<https://tinyurl.com/5n7xdp7y>>; Ascensión Gallego Córcoles, « Proxy Advisors in the Voting Process: Some Considerations for Future Regulation in Europe » (2016) 13:1 ECFR 106 aux pp 137–41.

²⁰⁵ Pour une présentation, voir Danielle AM Melis, « [Best Practice Principles for Shareholder Voting, Research & Analysis](#) », *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (12 août 2019), en ligne : <<https://tinyurl.com/3umw55ft>>.

organisme d'autoréglementation (OAR) et devenir, ce faisant, sujet à la supervision de ces derniers. Concrètement, la CCGG pourrait déposer une demande de reconnaissance à titre d'OAR auprès de l'AMF ou d'une commission des valeurs mobilières d'une autre province²⁰⁶. Au Québec, la *Loi sur l'encadrement du secteur financier*²⁰⁷ (LESF) et la *Loi sur les valeurs mobilières*²⁰⁸ (LVM) édictent un régime étoffé relativement à la reconnaissance, au fonctionnement et à la supervision des OAR.

Spécifiquement, selon l'article 59 LESF, la CCGG en tant qu'entité dont les objets sont reliés à la mission de l'AMF pourrait, aux conditions que cette dernière détermine, être reconnue à titre d'organisme d'autoréglementation aux fins de l'encadrement d'une activité régie par une des lois relevant de sa compétence, soit l'intendance qui est reliée à la gouvernance des émetteurs assujettis. Dans la demande de reconnaissance, la CCGG pourrait faire valoir qu'elle souhaite encadrer la conduite de ses membres signataires de *Principes d'intendance* en matière d'intendance. La reconnaissance de la CCGG relèverait de la discrétion de l'Autorité qui l'exercerait en fonction de l'intérêt public, notamment dans la perspective d'assurer un encadrement efficace du secteur financier au Québec, d'en favoriser le développement et un bon fonctionnement ainsi que de protéger le public²⁰⁹.

Ainsi reconnue, la CCGG aurait le pouvoir d'encadrer ou de réglementer la conduite de ses membres relative à l'intendance par l'entremise des *Principes d'intendance*, qui acquerraient une force obligatoire vis-à-vis de ses membres. La CCGG aurait également le pouvoir d'imposer des mesures disciplinaires, en cas de manquement aux principes par ces derniers²¹⁰.

Comme OAR, les activités de la CCGG en matière d'encadrement de l'intendance feraient l'objet d'une supervision *ex ante* et *ex post* par l'AMF²¹¹. Notamment, toute modification aux *Principes d'intendance*

²⁰⁶ À titre d'exemple, en Ontario, la CCGG pourrait présenter une requête de reconnaissance à titre d'organisme d'autoréglementation, à nouveau en concentrant ses activités sur l'encadrement des activités d'intendance : art 21.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, LRO 1990, c S.5. L'article 1 de cette loi définit la notion d'organisme d'autoréglementation ainsi : « Personne ou compagnie qui est constituée pour réglementer les activités ainsi que les normes d'exercice et de conduite professionnelle, sur les marchés financiers, de ses membres et de leurs représentants dans le but de promouvoir la protection des investisseurs et l'intérêt public. »

²⁰⁷ RLRQ c E-6.1 [LESF].

²⁰⁸ RLRQ c V-1.1 [LVM].

²⁰⁹ LESF, *supra* note 207, art 67.

²¹⁰ *Ibid*, arts 60, 70.

²¹¹ Voir LESF, *supra* note 207, art 74 et s; LVM, *supra* note 208, art 169 et s.

serait soumise à l'approbation de l'Autorité. La CCGG aurait l'obligation de communiquer à l'Autorité dans les meilleurs délais les décisions rendues dans l'exercice de ses activités. Enfin, l'AMF aurait le pouvoir de réviser ces décisions, soit à la demande de la partie affectée, soit d'office.

Compte tenu des commentaires formulés ci-dessus, l'adhésion au nouvel OAR devrait demeurer volontaire. Ainsi, les investisseurs institutionnels qui ne souhaiteraient pas assujettir leurs activités d'intendance à l'encadrement établi par l'OAR seraient libres de demeurer en marge de cet encadrement sans que cela ne les empêche de se livrer à de telles activités. En revanche, ils ne devraient pas pouvoir prétendre qu'ils appliquent les *Principes d'intendance* sans être membres de l'OAR. Pour leur part, les investisseurs qui deviendraient membres de l'OAR seraient tenus de respecter les *Principes d'intendance*, de rendre compte de leurs activités et de se soumettre à la supervision de l'OAR.

Comme nous pouvons le constater, cette avenue ferait en sorte que les quatre garanties procédurales identifiées par Mysicka gagneraient en robustesse. Dans cet environnement, l'effectivité des *Principes d'intendance* s'accroîtrait et les préoccupations identifiées ci-dessus s'amenuiseraient.

Conclusion

Les investisseurs institutionnels jouent un rôle central dans la gouvernance des entreprises, ainsi que dans le secteur des investissements, ayant remplacé en grande partie les investisseurs individuels au fil des dernières décennies dans les marchés des capitaux. Du point de vue des politiques publiques, il importe donc que la participation des investisseurs institutionnels se traduit positivement pour la gouvernance en contribuant à la création de valeur. Or, jusqu'à présent, l'encadrement de la conduite des investisseurs institutionnels n'a pas fait l'objet d'initiative de la part des régulateurs en valeurs mobilières au Canada. En effet, ce sont les *Principes d'intendance* de la CCGG qui visent à faire en sorte que, tant dans leurs relations avec les sociétés en portefeuille qu'avec leurs bénéficiaires, les investisseurs institutionnels prennent soin des fonds qui leur sont confiés et des sociétés dans lesquelles ces fonds sont investis.

Les *Principes d'intendance* demeurent toutefois une forme d'autoréglementation, en marge de l'encadrement du secteur des valeurs mobilières. Au terme de notre étude, nous concluons que le moment n'est pas venu d'intégrer directement les *Principes d'intendance* dans le cadre réglementaire. En revanche, nous recommandons à la Coalition canadienne pour la bonne gouvernance de renforcer le dispositif de mise en application des *Principes d'intendance* afin d'accroître l'effectivité de ceux-ci en explorant les deux avenues que nous avons présentées.