

Les Cahiers de droit



Lisa M. FAIRFAX, *Shareholder Democracy. A Primer on Shareholder Activism and Participation*, Durham, Carolina Academic Press, 2011, 191 p., ISBN 978-1-59460-919-0.

Ivan Tchotourian

Volume 54, Number 4, December 2013

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/1020664ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/1020664ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

Faculté de droit de l'Université Laval

ISSN

0007-974X (print)

1918-8218 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this review

Tchotourian, I. (2013). Review of [Lisa M. FAIRFAX, *Shareholder Democracy. A Primer on Shareholder Activism and Participation*, Durham, Carolina Academic Press, 2011, 191 p., ISBN 978-1-59460-919-0.] *Les Cahiers de droit*, 54(4), 1035–1040. <https://doi.org/10.7202/1020664ar>

Tous droits réservés © Université Laval, 2013

This document is protected by copyright law. Use of the services of Érudit (including reproduction) is subject to its terms and conditions, which can be viewed online.

<https://apropos.erudit.org/en/users/policy-on-use/>

érudit

This article is disseminated and preserved by Érudit.

Érudit is a non-profit inter-university consortium of the Université de Montréal, Université Laval, and the Université du Québec à Montréal. Its mission is to promote and disseminate research.

<https://www.erudit.org/en/>

quences which matter in this conception, but the overall social stability resulting from the regular reapplication of rules (p. 626-631). Even if Rawls later on rejects the analogy between legal rules and the rules of a game, he still pays tribute to moral intuitivism and to utilitarianism.

Professor Melkevik concludes by summing up the principal critics against the Rawlsian conception of law, and stresses the importance of a Habermasian deliberative conception of democratic law for the juridical project of modernity (p. 635-642). The author argues that any moralization of law unavoidably leads to hypostatization of law in the flawed idea of a “correct law”. Conceiving of law as morally good also means conceiving of the power which upholds the legal order as morally appraisable. Political power is then believed to be empowered to grant or repudiate particular rights at its entire discretion. Consequently, it is only judicial discretion which becomes the “matter of principle”, whether it is morally bound or not. But Professor Melkevik is sceptical as to any determinism in the justification of moral values: he argues that there is no pre-established correct morality and no organ (the courts, etc.) absolutely competent to find and fix values, as values can only be found and justified in the democratic discourse and law cannot be isolated from the processes of lawmaking in society. Thus, it is not the moral content of law which really matters, but the procedure of its creation.

Professor Melkevik’s book offers a broad range of themes that are examined with a well-established set of philosophical views. These views are sometimes expressed categorically, and the author clearly demarcates his stands on many controversial problems of legal philosophy. The reader will enjoy the arguments deployed in favour of the ideas cherished by Professor Melkevik and the diversity of examples on which these ideas are tested and justified. Those who support different philosophical and methodological positions will not find any reconciling synthesis in this volume, and the creation of

such an “integrative” synthesis is clearly not the task the author set himself. His detailed analysis leaves the reader with an excellent impression of the debate, both for those who accept the author’s views and for those who prefer to adhere to the positions criticized in the book.

Mikhaïl ANTONOV
*Université nationale de recherche
 « École des hautes études
 en sciences économiques »
 Saint-Pétersbourg, Russie*

Lisa M. FAIRFAX, **Shareholder Democracy. A Primer on Shareholder Activism and Participation**, Durham, Carolina Academic Press, 2011, 191 p., ISBN 978-1-59460-919-0.

Quod erat demonstrandum pourrait être la formule résumant l’ouvrage publié en 2011 que nous propose Lisa M. Fairfax, professeure à la Faculté de droit de The George Washington University. L’auteure s’attèle à présenter dans des termes juridiques – et ce n’était pas le moindre de ses défis – un serpent de mer qui parcourt l’océan Atlantique depuis quasiment une décennie : la « démocratie actionnariale ». Si cet ouvrage a été publié il y a deux ans, force est de constater que ce thème n’a pas perdu de sa pertinence, bien au contraire. Au Canada, les prises de position¹ et les

1. À titre d’illustration, cf. Carol HANSELL et autres, *The Quality of the Shareholder Vote in Canada*, Davies Ward Phillips & Vineberg LLP, 2010, [En ligne], [www.dwpv.com/Sites/shareholdervoting/media/The-Quality-of-the-Shareholder-Vote-in-Canada.pdf] (14 septembre 2013); Yvan ALLAIRE, *Droits de vote et citoyenneté dans l’entreprise ouverte : une proposition*, Institut sur la gouvernance des organisations publiques et privées (IGOPP), 2006, [En ligne], [www.igopp.org/IMG/pdf/Allaire-Politique_2_Version_francaise_4_decembre_2006-2.pdf] (14 septembre 2013); Yvan ALLAIRE, *Les actions multivotantes : quelques modestes propositions*, IGOPP, 2006, [En ligne], [www.igopp.org/IMG/pdf/30_2006-11-16_Allaire-Politique1_-_VF.pdf] (14 septembre 2013).

consultations² se multiplient, sans compter les récentes modifications intervenues dans les règles de la Bourse de Toronto concernant l'élection des administrateurs. Depuis le 31 décembre 2012, les sociétés inscrites à la Bourse de Toronto doivent prévoir une élection au poste d'administrateur de manière individuelle et diffuser les résultats des votes reçus par chaque candidat. L'affaire canadienne *Magna* est également venue rappeler toute l'importance de bien comprendre les conséquences liées au détachement entre poids financier et poids politique d'un actionnaire³. Le colloque international auquel nous avons participé à Paris en octobre 2011 démontre que le droit de vote des actionnaires est actuellement au centre des réflexions internationales⁴.

Une contribution significative

Accompagnant le phénomène de mondialisation des échanges et d'émergence de sociétés par actions à la taille considérable constituant de véritables oligopoles, la gouvernance de l'entreprise (*corporate governance*) a pris une ampleur considérable dans les réflexions des juristes de droit des sociétés, mais également dans celles de spécialistes de bien d'autres

disciplines⁵. Est-il besoin de rappeler que le cadre d'analyse des règles actuelles de gouvernance d'entreprise (l'approche dite «contractarienne» faisant une large place à la théorie de l'agence) repose pour l'essentiel sur des travaux d'auteurs issus, plus la plupart, des disciplines économique et financière (par exemple, Michael C. Jensen, William H. Meckling, Harold Demsetz, Armen A. Alchian⁶)? Simple mouvement de mode pour certains, cette réflexion sur le jeu de pouvoir apparaît pourtant salutaire à un moment de l'histoire humaine où le pouvoir des entreprises n'a peut-être jamais été aussi grand au point que les externalités liées à leurs activités mettent en péril l'environnement dans lequel elles ont lieu⁷... voire mettent en péril l'avenir même de l'espèce humaine. Par son ouvrage, Lisa M. Fairfax vient apporter une contribution substantielle aux discussions entourant la gouvernance d'entreprise, discussions exacerbées par la crise économique-financière des années 2007-2008 et par l'appel des États, des organisations internationales et régionales ainsi que des forums politiques à un comportement responsable des entreprises en ce début de XXI^e siècle.

Le vote des actionnaires sous les feux de la rampe

Lisa M. Fairfax ose un exercice ambitieux : dresser un état des lieux du pouvoir des actionnaires dans le processus décisionnel et présenter le cadre dans lequel ces derniers l'exercent (autrement dit, l'activisme actionnarial). Toutefois, l'auteure se concentre sur la problématique du seul droit de vote dans ses évolutions contemporaines : le mécanisme de proposition d'actionnaires,

2. ONTARIO SECURITIES COMMISSION, *OSC Staff Notice 54-701. Regulatory Developments Regarding Shareholder Democracy Issues*, 2011, [En ligne], [www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category5/sn_20110114_54-701_shareholder-democracy.pdf] (14 septembre 2013).

3. Cette affaire a démontré les problèmes attachés à l'existence d'actions à droit de vote multiple détenues par le fondateur d'une société cotée. En l'espèce, la prime payée à l'actionnaire pour se départir de ses actions a donné lieu à une transaction le 31 août 2010 (*Re Magna International Inc.*, 2010 ONSC 4685 ; *Re Magna International Inc.*, 2010 ONSC 4123).

4. Colloque «Les mutations du droit de vote dans les sociétés anonymes», présenté à l'Université Cergy-Pontoise, Paris, 13 octobre 2011. L'intégralité des actes de ce colloque a été publiée dans la *Revue trimestrielle de droit financier* en 2011.

5. Alan DIGNAM et Michael GALANIS, *The Globalization of Corporate Governance*, Burlington, Ashgate Publishing Limited, 2009.

6. Michael C. JENSEN et William H. MECKLING, «Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, 1976, p. 305.

7. Joel BAKAN, *The Corporation. The Pathological Pursuit of Power*, Toronto, Penguin, 2004.

les enjeux attachés à la course aux procurations (*proxy contest*), le détournement de philosophie sous-jacente au droit de vote qu'est la pratique du vote vide (*empty voting*), les discussions entourant le vote consultatif sur la rémunération de la direction (*say on pay*) et l'importance du vote de la majorité (*majority vote*). Toutefois, il serait injuste de limiter ce livre à ces seuls aspects tant l'auteure traite du rôle de l'assemblée générale et de la nécessité de communiquer bien au-delà de ce moment solennel (p. 115 et suiv.). De même, la place des agences en conseil de vote (*proxy advisors*) est abordée (p. 60 et suiv.). Lisa M. Fairfax fait preuve également d'une ouverture à la comparaison – si rare traditionnellement sous la plume des spécialistes américains de droit des sociétés qu'elle mérite d'être soulignée ici – démontrant la pertinence de son étude (p. 141 et suiv.). Traité jusqu'à présent de manière parcellaire, le droit de vote des actionnaires prend une telle importance qu'il était temps de faire une synthèse globalisante des chemins qu'il emprunte aujourd'hui : c'est un exercice plus que complexe, auquel s'est livrée pleinement Lisa M. Fairfax.

Un contenu riche et bien documenté

Plutôt que d'en faire une description linéaire, nous préférons mettre en lumière certains aspects de l'ouvrage de Lisa M. Fairfax. Il est intéressant de relever que le chapitre 2 rappelle la diversité des sources américaines du droit des sociétés, oscillant entre ordre privé et ordre public (p. 7 et suiv.). Par la suite, l'auteure insiste sur les quatre domaines qui constituent les enjeux du droit de vote des actionnaires : l'élection des administrateurs, les modifications des statuts ou des règlements intérieurs, les changements fondamentaux apportés à la société et les situations de conflit d'intérêts au moment de la conclusion de certaines transactions (p. 12 et suiv.). Cependant, l'auteure ne néglige pas dans son panorama les actes de procédure par lesquels s'expriment les actionnaires : tenue d'assemblée générale

ou non⁸, possibilité d'utiliser le vote électronique, obligation de voter sur certaines questions (p. 17 et suiv.). Lisa M. Fairfax propose une ouverture pertinente sur deux thèmes : le rôle des intermédiaires que sont les courtiers (*brokers*) dans l'exercice du vote⁹ et la pratique de plus en plus courante du vote vide¹⁰. Le chapitre 3 démontre la force du droit de vote pour exercer un contrôle approprié sur les administrateurs, et ce, par rapport aux autres droits dont les actionnaires se voient dotés : le droit de vendre leurs titres (*Wall Street rule*), le droit d'exercer un recours judiciaire ou encore le droit d'accepter une offre publique (p. 29 et suiv.). Au regard des limites attachées à ces droits, le droit de vote constitue pour l'auteure « their most fundamental right » (p. 29) permettant de légitimer le pouvoir des administrateurs, de les destituer au besoin et de s'exprimer sur la manière dont les affaires sociétaires sont menées. L'auteure continue ses développements en soulevant les questions qui entourent l'emploi du terme « démocratie » (p. 36 et suiv.) et en synthétisant les arguments aussi bien pour que contre

-
8. L'assemblée générale fait l'objet d'un chapitre spécifique (chapitre 8) dans lequel l'auteure insiste sur l'importance de la communication entre les actionnaires et avec la direction (p. 115 et suiv.). Ces deux aspects se trouvent souvent associés à la tenue d'une assemblée générale annuelle, ce qui est, pour Lisa M. Fairfax, insuffisant tant les moyens technologiques offrent la possibilité d'aller au-delà.
 9. Les courtiers sont enregistrés comme propriétaires des actions dans les registres de la société et peuvent voter sans instructions de la part des actionnaires, ce qui n'est pas sans conséquence : « [u]ninstructed voting by brokers raises concerns because brokers overwhelmingly vote in favor of management recommendations » (p. 24).
 10. À juste titre, l'auteure souligne que l'« [e]mpty voting has generated considerable concern because it enables shareholders to influence corporate transactions when they have economic interests at odds with the best interest of the corporation » (p. 26). Le vote vide est le vote exprimé en assemblée générale par un actionnaire qui ne court pas le risque économique lié à ses actions.

l'avènement d'une telle démocratie en droit des sociétés. L'auteure conclut le chapitre 3 sans prendre directement parti – ce que nous regrettons – en notant que, loin de débattre de la pertinence du mouvement proactionnarial, elle se donne uniquement comme objectif de mieux saisir l'accroissement du rôle des actionnaires (p. 43). Le chapitre 4 détaille les changements qui ont placé les actionnaires au centre de l'échiquier de la gouvernance des entreprises. Parmi ces changements figurent le déclin de l'actionnariat individuel couplé à l'accroissement de l'actionnariat collectif (par l'intermédiaire des investisseurs institutionnels) (p. 45) et l'activisme dont font preuve les nouveaux actionnaires (p. 48). Cet activisme est salué par l'auteure qui ne tombe toutefois pas dans l'angélisme en présentant les problèmes d'efficacité dont sont porteurs les nouveaux actionnaires et les différents facteurs (conflits d'intérêts, pression politique, exigence de rentabilité financière, etc.) qui sont susceptibles de nuire à la société et à l'actionnariat (p. 49 et suiv.).

Dans les chapitres 5, 6, 7 et 9, Lisa M. Fairfax expose plusieurs enjeux contemporains du droit de vote :

- le mécanisme des propositions qui a pour les actionnaires une valeur particulière¹¹ et qui sert des objectifs variés parmi lesquels se trouve l'intensification de la communication avec la direction (p. 63 et suiv.);
- le vote majoritaire qui est devenu « the dominant standard for director elections at large public companies » (p. 95) avec le soutien des législateurs fédéraux et étatiques (p. 85 et suiv.), mais pour lequel tout reste à faire dans les sociétés de petite taille;

- et le système de procuration de vote qui « potentially represent[s] the most powerful tool shareholders can wield to influence corporate affairs » (p. 97), instrument qui a été mis au service de précieuses batailles des actionnaires au cours des dernières années¹² (p. 102) et dont les sollicitations posent de si délicates questions et des enjeux si importants que l'autorité boursière américaine a dû réformer le système¹³ (p. 104).

Le dernier chapitre (chapitre 10) est l'occasion de regarder ailleurs qu'aux États-Unis pour observer une convergence des réformes sur des thèmes aussi variés que le *say on pay*, le vote majoritaire, le principe « une action = une voix », l'activisme actionnarial (p. 141 et suiv.). Cette vision sur d'autres pays, dont le Canada – qui est cité en exemple à propos de la pertinence de son dispositif en matière d'accès au document de procuration (p. 158 et suiv.) –, permet à l'auteure de constater ce qui suit : « U.S. shareholders are not alone in their activism. Instead, such activism has taken root in many other countries where shareholders not only have sought to strengthen their voting power, but also have taken a more active role in overseeing corporate governance affairs » (p. 160).

Un oubli préjudiciable

En dépit de l'enthousiasme que nous avons éprouvé tout au long de la lecture de cet ouvrage, un certain nombre de critiques nous apparaissent devoir être signalé. En premier lieu, et ce point relève sans doute davantage d'un sentiment que d'une froide critique, certains développements et quelques conclusions de Lisa M. Fairfax nous ont parfois paru trop

11. « In recent years, shareholders have managed to successfully use the proposal process to encourage corporations to alter a range of corporate policies. Shareholders' reliance on the proposal process therefore has significantly altered the corporate governance landscape in ways that have increased shareholders' voting power and authority within the corporation » (p. 64).

12. « In last decade, shareholders also have achieved unprecedented success in their proxy fights » (p. 102).

13. L'accès au formulaire de procuration est également problématique et soulève bien des discussions au point que l'autorité boursière est intervenue récemment en ce domaine favorablement aux actionnaires (p. 136).

descriptifs¹⁴ et inégaux en fait de contenu. En deuxième lieu, celles et ceux qui s'attendent à terminer leur lecture en ayant une compréhension internationale de l'évolution du droit de vote seront sans doute déçus. À part le chapitre 10 d'une vingtaine de pages, le reste de l'ouvrage trouve ses assises dans le droit américain¹⁵. En troisième lieu, plusieurs conclusions de chapitres offrent un appui au mouvement proactionnarial, appui qui paraît parfois relever davantage du parti pris idéologique que d'une synthèse de travaux scientifiques. En quatrième et dernier lieu, et notre réserve essentielle tient dans les lignes qui vont suivre, il y a peu de critiques faites à l'égard du choix proactionnarial adopté par les États et les organisations supranationales. Aux pages 39 à 42, l'auteure reprend sans ambages («The Case against Increased Shareholder Power») les arguments classiques opposés à une telle logique (apathie, manque de compétences, conflits d'intérêts entre actionnaires, sacrifice des parties prenantes, problème d'efficacité lorsqu'il faut décider, absence de performance); toutefois, elle n'indique rien sur la remise en cause du cadre d'analyse «contractarien». Il est vrai que l'auteure se donne uniquement l'objectif suivant: «gain a better understanding of shareholders' increased role» (p. 43). Cependant, comprendre le pouvoir des actionnaires signifie comprendre pourquoi ceux-ci suscitent tellement d'intérêt à l'heure actuelle. En 1951, le doyen Georges Ripert avait brillamment démontré l'inutilité du pouvoir des actionnaires¹⁶. Pour sa part, le professeur Claude Champaud a introduit en France, au début des années 60, la distinction entre plusieurs catégories d'action-

naires¹⁷; de même, le professeur François-Xavier Lucas a remis ce thème au goût du jour au milieu des années 90¹⁸. Pourquoi les choses ont-elles tellement changé en un peu moins d'un demi-siècle? Point passé sous silence par l'auteure, si ce n'est la référence à l'émergence des investisseurs institutionnels aux visages si divers (p. 46 et suiv. et p. 49 et suiv.): à notre avis, il fallait aller beaucoup plus loin¹⁹. Il ressort de ce qui n'est pas écrit par Lisa M. Fairfax que l'approche «contractarienne» et la théorie de l'agence demeurent au centre de son analyse. Or, c'est oublier que l'attention accordée à ce seul cadre d'analyse est réductrice et porteuse de risques²⁰ dont les turbulences économique-financières ont démontré qu'ils étaient loin d'être hypothétiques. N'est-ce pas également oublier que d'autres cadres d'analyse sont proposés dans la littérature des sciences sociales ou que Lynn A. Stout (et toute une autre partie des doctrines américaine²¹ et européenne²²)

14. Le plan adopté par l'auteure reflète, à notre avis, le caractère descriptif de l'ouvrage.

15. Les pays de tradition civiliste et l'Union européenne n'apparaissent que trop peu dans cet ouvrage. Il aurait pourtant été pertinent de montrer que cette convergence dépasse les traditions juridiques autant que les frontières nationales.

16. Georges RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, Paris, L.G.D.J., 1951, p. 108 et suiv.

17. Claude CHAMPAUD, *Le pouvoir de concentration dans la société*, Paris, Sirey, 1962, p. 29.

18. François-Xavier LUCAS, «Les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé? Brefs propos discursifs autour du thème de l'associé et de l'investisseur», (2002) 1 *Revue de droit bancaire et financier* 216.

19. Jean-François GAUDREAU-DESBIENS, «La légitimation de l'avarice dans la théorisation nord-américaine du droit des sociétés par actions», dans Véronique FORTIN, Myriam JÉZÉQUEL et Nicholas KASIRER (dir.), *Les sept péchés capitaux et le droit privé*, Montréal, Thémis, 2007, p. 209.

20. En matière de rémunération des dirigeants, cf. la synthèse d'Ivan TCHOTOURIAN, «Une décennie d'excès des dirigeants en matière de rémunération. Repenser la répartition des pouvoirs dans l'entreprise: une solution *per se* porteuse de risques», dans Laure NURIT-PONTIER et Stéphane ROUSSEAU (dir.), *Risques d'entreprise: quelle stratégie juridique?*, Paris, Lextenso, 2011, p. 25.

21. Pour une présentation des auteurs, cf. Luh Luh LAN et Loizos HERACLEOUS, «Rethinking Agency Theory: The View from Law», *Academy of Management Review*, vol. 35, n°2, 2010, p. 294.

22. Cf. récemment la synthèse de la professeure Isabelle CORBISIER, *La société. Contrat ou institution? Droits étatsunien, français,*

a récemment mis en cause la pertinence de l'approche «contractarienne» à travers des propos plus que convaincants²³, tout comme nous l'avons fait à plusieurs reprises de manière plus modeste²⁴. Si une recension n'est sans doute pas le lieu approprié pour discuter de la pertinence du mouvement proactionnarial que les normes de gouvernance consacrent aujourd'hui, toujours est-il que dans son ouvrage Lisa M. Fairfax ne lève pas tous les doutes. S'il fallait s'en tenir à une interrogation actuelle : les actionnaires sont-ils susceptibles d'être les vecteurs d'un comportement plus responsable des entreprises ? Rien n'est moins sûr... Loin de se concentrer sur les seuls actionnaires, c'est sans doute vers un équilibre qu'il faut tendre, comme l'a très bien explicité le professeur Yves De Cordt²⁵, mais tel n'était pas l'objectif de Lisa M. Fairfax²⁶.

Un ouvrage néanmoins à parcourir

Redde Caesari quae sunt Caesaris et passons sur ces critiques pour parier que cet ouvrage saura séduire les lecteurs qui, même non spécialistes de droit des sociétés et de gouvernance d'entreprise, y trouveront un résumé des principales évolutions américaines dans un style vulgarisateur, accessible à tous²⁷ et illustré par des certaines situations concrètes dont la presse s'est fait le relais²⁸. Quand on connaît la technicité dont est intrinsèquement porteuse le thème du droit de vote²⁹, c'est déjà un beau résultat à mettre au crédit de Lisa M. Fairfax.

Ivan TCHOTOURIAN
Université Laval

belge, néerlandais, allemand et luxembourgeois, Bruxelles, Larcier, 2011.

23. Nous faisons référence à l'un des derniers travaux publiés par cette auteure : Lynn A. STOUT, *The Shareholder Value Myth. How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations and the Public*, San Francisco, Berrett-Koehler Publishers, 2012.
24. Cf. notamment : Ivan TCHOTOURIAN, « Embrace the Coming Changes in Corporate Governance: Lessons from Developments in Corporate Law – A Comparative View », 2012, [En ligne], [ssrn.com/abstract=2154036] (28 septembre 2012) ; Ivan TCHOTOURIAN, « La loi Grenelle II ou le temps de réviser la gouvernance actionnariale : propos iconoclastes d'un juriste sur l'avenir des théories économiques et financières », *La Revue du financier*, n° 189, 2011, p. 61.
25. Yves DE CORDT, « Le droit des sociétés cotées. Questions d'équilibre », dans Vincent DUJARDIN et autres (dir.), *La crise économique et financière de 2008-2009. L'entrée dans le 21^e siècle ?*, Bruxelles, P.I.E. Peter Lang, 2010, p. 213.
26. Notre auteure ne l'admet-elle pas elle-même quand elle reconnaît que la démocratie actionnariale « is not panacea for all of the corporation's ills » (p. 160) ?

27. Dans plusieurs de ces chapitres, l'auteure insère des tableaux résumant les grandes évolutions législatives et les différentes versions des textes proposés (p. 68 et suiv., p. 77 et p. 140) ou adopte un style simple avec un énoncé des idées essentielles (p. 126).

28. Cf., à propos des batailles de procuration, les pages 106 et suivantes.

29. Les chapitres 5 (les propositions d'actionnaires) et 7 (le vote par procuration, notamment lorsqu'il touche l'élection des administrateurs) sont révélateurs des conditions parfois complexes qui doivent être réunies pour que l'actionnaire puisse espérer peser de tout son poids dans la décision.