

TO WHOM ARE DIRECTORS' DUTIES OWED? EVIDENCE FROM CANADIAN M&A TRANSACTIONS

*Camden Hutchison**

One of the most contentious issues in corporate law is the proper scope of fiduciary duties. Many scholars have argued that fiduciary duties are owed exclusively to shareholders, while others have advocated a broader conception of directors' fiduciary obligations, potentially encompassing a wide variety of stakeholder and community interests. This debate has both normative and positive dimensions: Not only are there theoretical disagreements as to whom directors' duties should be owed, there are also more basic disagreements as to what the law actually requires, including the extent to which business norms supplement (or undermine) legal rules. In Canada, at least, jurisprudential and statutory reforms have broadened the scope of fiduciary duties to extend their protections to stakeholder groups including creditors, employees, and the environment.

Or have they? In reality, there are reasons to believe that legal standards play a limited role in corporate governance, not least with respect to the fundamental question of in whose interests the corporation is to be governed. For public corporations, a variety of factors, including the professional norms of corporate managers, the realities of public financial markets, and the central role of shareholders in the mechanisms of corporate democracy, strongly encourage directors to prioritize shareholder interests. This article finds evidence of this phenomenon through an empirical study of "fiduciary out" provisions in Canadian M&A agreements. These provisions, which allow directors to abandon committed transactions in order to fulfill their fiduciary duties, are almost universally drafted in terms of maximizing shareholder value. Indeed, in two samples containing more than one thousand M&A agreements, only a single agreement permitted directors to consider non-shareholder interests. This evidence indicates that fiduciary duties are broader in theory than in practice.

L'une des questions les plus controversées du droit des sociétés est celle de l'étendue des obligations fiduciaires. De nombreux chercheurs ont soutenu que les obligations fiduciaires sont dues exclusivement aux actionnaires, tandis que d'autres ont défendu une conception plus large des obligations fiduciaires des administrateurs, englobant potentiellement une grande variété d'intérêts des parties prenantes et de la communauté. Ce débat a des dimensions à la fois normatives et positives : il y a non seulement des désaccords théoriques sur les personnes auxquelles les administrateurs devraient être redevables, mais il y a également des désaccords plus fondamentaux sur ce que la loi exige réellement, y compris la mesure dans laquelle les normes commerciales complètent (ou affaiblissent) les règles juridiques. Au Canada, en tout cas, les réformes jurisprudentielles et législatives ont élargi la portée des obligations fiduciaires pour étendre leur protection aux groupes de parties prenantes, y compris les créanciers, les salariés et l'environnement.

Où l'ont-elles fait ? En réalité, il y a des raisons de croire que les normes juridiques jouent un rôle limité dans la gouvernance des entreprises, notamment en ce qui concerne la question fondamentale de savoir dans l'intérêt de qui l'entreprise doit être gouvernée. Pour les entreprises publiques, divers facteurs, notamment les normes professionnelles des gestionnaires d'entreprise, les réalités des marchés financiers publics et le rôle central des actionnaires dans les mécanismes de la démocratie d'entreprise, encouragent fortement les administrateurs à donner la priorité aux intérêts des actionnaires. Cet article met en évidence ce phénomène par une étude empirique des clauses de « retrait fiduciaire » contenues dans les accords de fusion et d'acquisition canadiens. Ces dispositions, qui permettent aux administrateurs de renoncer à des transactions engagées afin de remplir leurs obligations fiduciaires, sont presque toutes rédigées en termes de maximisation de la valeur actionnariale. En effet, dans deux échantillons comprenant plus de mille accords de fusion et d'acquisition, un seul accord autorisait les administrateurs à prendre en considération les intérêts des non-actionnaires. Ces éléments indiquent que les obligations fiduciaires sont plus larges en théorie qu'en pratique.

* Assistant Professor, Peter A. Allard School of Law, University of British Columbia. I would like to thank Stephen Bainbridge, Cameron Belsher, and Stéphane Rousseau for helpful feedback on an earlier draft. I would also like to thank the anonymous journal referees who provided useful comments and suggestions. Finally, I am grateful to Adrian Alden for excellent research assistance. Any errors are my own.

© Camden Hutchison 2023

Citation: (2023) 68:2 McGill LJ 123 — Référence : (2023) 68:2 RD McGill 123