



# Courses aux procurations : problématiques et tendances

7<sup>th</sup> Annual Hedge Fund General Counsel Summit  
Mardi 1<sup>er</sup> octobre 2013

Patricia L. Olasker  
polasker@dwpv.com

et

J. Alexander Moore  
amoore@dwpv.com

[www.dwpv.com](http://www.dwpv.com)



# Courses aux procurations : problématiques et tendances

## Table des matières

1.	Droit de demander la convocation d'une assemblée des actionnaires .....	3
2.	Augmentation du pourcentage de participation et déclaration de propriété véritable .....	4
3.	Proposition de modification de la déclaration de propriété véritable .....	5
4.	Droit de la concurrence et législation antitrust .....	7
5.	Formation de groupes – Opérations d'initiés et qualification d'allié .....	7
6.	Pilules empoisonnées .....	8
7.	Communication sélective.....	9
8.	Actions comportant droit de vote acquises après la date de référence .....	10
9.	Vote vide : TELUS/Mason .....	10
10.	Conseils à renouvellement échelonné.....	11
11.	Listes courtes de candidats.....	12
12.	Sollicitation de procurations privée restreinte et règlement relatif au préavis.....	12
13.	Sollicitation de procurations publique et dispense de diffusion publique .....	13
14.	Mécanismes de rémunération des candidats aux postes d'administrateurs .....	14
15.	Accès aux procurations – Présentation de la candidature d'un administrateur au moyen d'une proposition d'actionnaire .....	15
16.	Procuration générale .....	17
17.	Achat de votes : rémunération des courtiers-démarcheurs dans le cadre de courses aux procurations.....	18
18.	Élaboration de règlements visant les agences de conseil en vote .....	20
19.	Émergence de la doctrine de l'équité dans les courses aux procurations .....	22

# Courses aux procurations : problématiques et tendances

## L'ACTIVISME EN HAUSSE

L'activisme actionnarial connaît une hausse marquée et rapide. En effet, au cours des dix dernières années, le nombre de courses aux procurations a progressé au Canada pour passer de cinq courses en 2003 à 30 en 2012; il a connu une montée en flèche à deux reprises, en 2008 et en 2009, ce qui a coïncidé avec la crise financière mondiale.<sup>1</sup> La tendance s'est poursuivie en 2013, à un rythme qui devrait faire en sorte qu'on dépassera le nombre de courses de chacune des années antérieures sauf 2009. Les facteurs alimentant cette tendance sont notamment les suivants : l'accent politique et juridique mis sur la gouvernance; le mouvement de démocratie actionnariale, comme l'illustrent notamment les initiatives portant sur le vote à la majorité et le vote consultatif sur la rémunération de la haute direction; et le champ propice à l'activisme créé par la législation et les pratiques exemplaires en matière de gouvernance qui tendent à vouloir s'en remettre à l'approbation des actionnaires (comme dans le cas des émissions d'actions à effet dilutif dans le cadre d'acquisitions et de l'approbation de pilules empoisonnées).

Outre l'augmentation de la fréquence des campagnes de procurations, le taux de succès des actionnaires dissidents (y compris les règlements entre les parties) a augmenté. Bien que cette vague de succès repose sur plusieurs facteurs, l'un des facteurs clés demeure l'accueil plus favorable que la communauté élargie des actionnaires réserve aux efforts des actionnaires activistes. L'ouverture des actionnaires augmente non seulement en raison des rendements positifs que les activistes parviennent à leur obtenir, mais aussi parce que les activistes délaissent les mesures de « prédation » du passé pour se tourner vers des méthodes plus perfectionnées qui exercent un plus grand attrait sur les actionnaires. Les activistes se concentrent notamment sur la stratégie d'entreprise, la gouvernance et l'indépendance du conseil ainsi que sur la présentation de leurs propres candidats indépendants aux postes d'administrateurs.

La croissance de ce taux de succès laisse entendre que la tendance à la hausse des courses aux procurations est susceptible de se poursuivre, tant auprès des actionnaires activistes actuels qui sont plus sûrs de réussir que chez les autres actionnaires, traditionnellement passifs, qui se risquent dans les eaux de l'activisme. Le secteur des ressources, notamment les petites sociétés de ce secteur, a toujours été le terrain fertile de l'activisme au Canada. La situation devrait se poursuivre et prendre de l'ampleur en cette période de faibles prix des marchandises, de coûts croissants du capital et de lenteur des marchés des fusions et acquisitions, tous susceptibles de mener au mécontentement des actionnaires.

---

<sup>1</sup> Kingsdale Shareholder Services Inc.

Une autre tendance qui a soulevé énormément d'attention au Canada est la participation croissante de fonds américains à des campagnes activistes au nord de la frontière, notamment au sein du segment des sociétés à forte capitalisation. La campagne menée avec succès par Pershing Square Capital Management, L.P. en 2012 pour faire élire sa liste de candidats au conseil de Chemin de fer Canadien Pacifique Limitée constitue un exemple récent et très médiatisé. En voici d'autres exemples :

- la campagne menée par Placements Nordouest & Éthiques S.E.C. pour la réforme de la gouvernance de la société en difficulté Blackberry;
- la campagne menée par JANA Partners pour un changement au conseil d'Agrium Inc.;
- l'opposition de Mason Capital à l'élimination de la structure du capital à deux catégories de TELUS Corp.;
- la campagne menée par Invesco Trimark pour un changement de direction chez Rona Inc. à la suite du refus par le conseil de Rona d'examiner l'offre d'achat présentée par Lowe's;
- la pression exercée sur Tim Hortons Inc. par Scout Capital Management et Highfields Capital Management pour augmenter le ratio de levier financier de la société et modifier sa stratégie d'expansion aux États-Unis.

L'activisme s'est également révélé être une catégorie d'actifs notable; de nombreux actionnaires institutionnels d'importance ont investi des tranches appréciables de leurs portefeuilles dans des fonds activistes ou axés sur les événements.

Cette publication traite de la tendance activiste au Canada et de certaines des principales problématiques auxquelles les activistes et les sociétés visées font face, ainsi que de certains nouveaux faits intéressants dans ce domaine. Lorsqu'il y a des différences notables, cette publication compare aussi les règles canadiennes<sup>2</sup> avec celles des États-Unis.

---

<sup>2</sup> Pour les besoins de cette publication, notre analyse est généralement fondée sur la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (la « LCSA »), soit la loi fédérale sur les sociétés qui est le régime constitutif de la pluralité des sociétés canadiennes inscrites en bourse. Les lois sur les sociétés des autres territoires canadiens importants sont essentiellement similaires en ce qui concerne la sollicitation de procurations et les droits des actionnaires, sauf certaines exceptions qui dépassent le cadre de cette publication.

## **1. Droit de demander la convocation d'une assemblée des actionnaires**

L'un des droits les plus puissants dont jouissent les actionnaires de sociétés canadiennes est le droit qu'ont les porteurs d'au moins 5 % des actions comportant droit de vote émises de demander aux administrateurs de convoquer une assemblée des actionnaires. Dès la réception d'une demande valide proposant des questions valides à l'ordre du jour,<sup>3</sup> les administrateurs doivent convoquer, dans les 21 jours qui suivent, une assemblée des actionnaires pour délibérer des questions à l'ordre du jour figurant dans la demande.<sup>4</sup> L'obligation de « convoquer » une assemblée a été interprétée par les tribunaux comme étant acquittée par l'annonce d'une date à laquelle l'assemblée sera tenue; il n'est pas nécessaire de tenir l'assemblée ni même d'envoyer par la poste un avis de convocation à l'assemblée dans les 21 jours. L'assemblée doit plutôt être tenue dans un délai raisonnable déterminé selon l'appréciation commerciale de bonne foi des administrateurs. La notion de délai raisonnable est tributaire des circonstances, par exemple, de la question de savoir si l'assemblée demandée a trait à une opération précise ou à un événement imminent et si un retard serait préjudiciable aux actionnaires présentant la demande. Dans une affaire récente, la Cour supérieure de justice de l'Ontario a jugé qu'un délai de 150 jours était raisonnable pour une assemblée demandée qui a été convoquée pour examiner la destitution du conseil et l'élection de nouveaux administrateurs. Le tribunal a conclu que la décision du conseil de retarder l'assemblée demandée pour qu'elle coïncide avec l'assemblée générale annuelle afin d'éviter les frais de deux assemblées était raisonnable, et l'actionnaire demandant la tenue d'une assemblée n'était pas en mesure d'établir qu'il subirait un préjudice en raison du retard.<sup>5</sup>

Si les administrateurs ne convoquent pas une assemblée dans les 21 jours qui suivent la réception de la demande, tout actionnaire qui a signé la demande peut convoquer l'assemblée. À moins que les actionnaires n'en décident autrement à l'assemblée demandée, la société est tenue de rembourser les actionnaires des frais qu'ils ont raisonnablement engagés pour demander, convoquer et tenir l'assemblée. Ce qui se passe exactement lorsque l'actionnaire convoque l'assemblée n'est pas tout à fait clair : la loi ne donne que peu d'indications et il n'y a guère de précédents en la matière étant donné que dans pratiquement tous les cas la société convoque l'assemblée demandée. Par ailleurs, un actionnaire peut demander au tribunal d'ordonner à la société de tenir une assemblée.

---

<sup>3</sup> Pour être valide, la demande d'un actionnaire doit indiquer les questions à l'ordre du jour à l'assemblée. En juillet 2013, dans l'affaire *Wells v. Bioniche Life Sciences Inc.*, la Cour supérieure de justice de l'Ontario a conclu qu'une demande de convocation à une assemblée visant à élire de nouveaux administrateurs doit inclure le nom et les qualifications professionnelles des candidats proposés. En outre, l'actionnaire présentant la demande peut être tenu de fournir des renseignements à inclure dans la circulaire de la direction relative à l'assemblée. L'omission de fournir ces renseignements peut dégager les administrateurs de l'obligation de convoquer l'assemblée.

<sup>4</sup> LCSA, art. 143.

<sup>5</sup> *Marks v. Intrinsic Software International Inc.* 2013 ONSC 737

## 2. *Augmentation du pourcentage de participation et déclaration de propriété véritable*

En temps normal, les actionnaires acquérant une position importante dans une société canadienne inscrite en bourse sont tenus de déposer une déclaration publique selon le « système d’alerte » indiquant leur propriété dès qu’ils ont acquis la propriété véritable d’au moins 10 % d’une catégorie de titres de participation ou de titres comportant droit de vote de la société. Au moment de franchir le seuil de 10 %, l’actionnaire est tenu de publier promptement un communiqué annonçant son acquisition et de déposer une déclaration selon le système d’alerte dans les deux jours de bourse qui suivent l’acquisition et il doit cesser d’acquérir d’autres titres de la catégorie pertinente pendant un jour de bourse entier après le dépôt de la déclaration selon le système d’alerte.<sup>6</sup> Les règles du système d’alerte canadien peuvent être considérées comme étant plus clémentes que celles qui sont prévues par la *Rule 13d* prise en application de la *Securities Exchange Act of 1934* des États-Unis, notamment parce que les règles canadiennes sont déclenchées au seuil de 10 % alors que les règles américaines sont déclenchées au seuil de 5 %. Toutefois, les règles américaines prévoient un délai de grâce considérablement plus long pour la déclaration de sa position – la déclaration initiale doit être déposée dans les 10 jours comparativement aux règles canadiennes qui exigent la publication immédiate d’un communiqué – et les règles américaines n’imposent aucune interdiction provisoire d’opérations.

Sous le régime canadien, on trouve une exception notable à l’obligation de publier un communiqué et de déposer une déclaration selon le système d’alerte ainsi qu’à l’interdiction provisoire d’opérations lorsque l’actionnaire peut se prévaloir du « régime de déclaration mensuelle ». <sup>7</sup> Sous le régime de déclaration mensuelle, plutôt que de faire une déclaration immédiate, l’actionnaire peut déposer une déclaration dans les 10 jours qui suivent la fin du mois au cours duquel le seuil de 10 % est franchi. Pour pouvoir se prévaloir du régime de déclaration mensuelle, l’actionnaire doit être un « investisseur institutionnel admissible », ce qui inclut les institutions financières, les organismes de placement collectif et les caisses de retraite et inclut généralement les fonds d’investissement comme les fonds de couverture qui sont gérés par un conseiller en placement inscrit (y compris les conseillers inscrits par la *Securities and Exchange Commission* en vertu de la *Investment Advisors Act of 1940* des États-Unis).

En outre, pour pouvoir se prévaloir du régime de déclaration mensuelle, l’actionnaire ne doit aucunement avoir l’intention de présenter une offre publique d’achat visant à la mainmise formelle de la société ni de proposer une opération qui donnerait à l’actionnaire le contrôle effectif de la société. <sup>8</sup> Notons que le fait d’avoir l’intention de proposer une liste de candidats dissidents à une assemblée des actionnaires n’exclut pas l’actionnaire du régime de déclaration mensuelle, ce qui s’oppose à la *Rule 13d* prise en application de la *Securities Exchange Act*

---

<sup>6</sup> *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario), art. 102.1 et *Règlement 62-103 sur le système d’alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d’initiés* (le « Règlement 62-103 »), partie 3.

<sup>7</sup> Règlement 62-103, partie 4.

<sup>8</sup> Règlement 62-103, art. 4.2.

of 1934 des États-Unis, qui exige que les actionnaires fassent la déclaration prévue par la *Schedule 13D* plutôt que la déclaration prévue par la *Schedule 13G* s'ils entendent devenir un investisseur actif plutôt que demeurer un investisseur passif (par exemple, par suite d'une décision de proposer un candidat au conseil ou du simple fait d'avoir l'intention ou l'effet d'influer sur le contrôle de la société). Une autre différence entre le régime de déclaration mensuelle et la *Schedule 13D* tient au fait que les règles du régime de déclaration mensuelle n'exigent pas expressément que l'actionnaire déclare ses intentions au sujet du conseil d'administration ou ses plans ou propositions en ce qui concerne la société. Par conséquent, il est possible pour un actionnaire important de s'opposer à la direction à une assemblée des actionnaires et même de proposer ses propres candidats sans avoir à faire une déclaration préalable.

### **3. Proposition de modification de la déclaration de propriété véritable**

En mars 2013, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») (l'association des organismes provinciaux et territoriaux de réglementation des valeurs mobilières au Canada) ont proposé une révision profonde du régime de déclaration de propriété véritable du Canada qui se répercuterait à la fois sur les règles du système d'alerte et sur le régime de déclaration mensuelle. Les enjeux de politique dégagés par les modifications proposées touchent directement les États-Unis et d'autres territoires où les autorités de réglementation subissent une pression similaire pour resserrer les règles en matière de déclaration de l'accumulation de titres et de propriété de dérivés.

Les modifications du régime du système d'alerte et du régime de déclaration mensuelle proposées par les ACVM incluent ce qui suit :

- 1. L'abaissement du seuil de déclaration actuel de la propriété véritable prévu à la fois par le système d'alerte et par le régime de déclaration mensuelle, pour le faire passer de 10 % à 5 % des titres de participation ou des titres comportant droit de vote.*

Cette modification a été fortement recommandée aux ACVM par la communauté canadienne des émetteurs et des administrateurs qui ont noté que des territoires autres que le Canada ont en très grande majorité des seuils de déclaration d'au plus 5 %.

- 2. L'obligation de faire une déclaration immédiate au moment de franchir le seuil de propriété de 5 % et l'imposition d'une interdiction provisoire d'un jour de bourse sur tout achat supplémentaire après la déclaration.*

Comme il est mentionné ci-dessus, il s'agit des caractéristiques du régime du système d'alerte actuel, mais elles ne s'appliquent actuellement qu'au seuil de 10 %. Les investisseurs qui peuvent se prévaloir du régime de déclaration mensuelle continueraient d'être dispensés de l'obligation de faire une déclaration immédiate et de l'interdiction provisoire d'opérations.

3. *L'exclusion des investisseurs du régime de déclaration mensuelle s'ils ont l'intention de solliciter des procurations.*

Cette modification réduirait considérablement les cas dans lesquels un actionnaire non passif pourrait se prévaloir du régime de déclaration mensuelle moins onéreux. Toutefois, le projet de modification s'inscrit notamment bien en deçà de la distinction entre un investisseur actif et un investisseur passif prévue par la *Rule 13d* prise en application de la *Securities Exchange Act of 1934* des États-Unis. Par exemple, le simple fait d'avoir l'intention de rencontrer la direction et de lui recommander vivement de prendre certaines mesures n'entraînerait pas l'exclusion du régime de déclaration mensuelle. En outre, il est prévu que si cet élément du projet de modification est adopté, la règle sera clarifiée de sorte que l'exclusion du régime de déclaration mensuelle en raison d'une intention de solliciter des procurations ne viserait que les intentions de faire des sollicitations publiques à grande échelle, contrairement à des sollicitations limitées à un petit nombre d'actionnaires.

4. *L'obligation pour l'investisseur de faire une déclaration détaillée selon le régime du système d'alerte et le régime de déclaration mensuelle quant à ses intentions au sujet de l'émetteur.*

Les ACVM ont proposé d'exiger une déclaration plus détaillée des intentions d'investissement d'un actionnaire, notant que les déclarations faites en vertu des règles existantes se résument généralement à des formules toutes faites ne contenant que peu de renseignements utiles pour le marché. Les modifications proposées exigeraient des déclarants, tant au titre du système d'alerte que du régime de déclaration mensuelle, qu'ils révèlent leurs plans au sujet d'achats ou de ventes, d'acquisitions ou d'autres opérations supplémentaires auprès de l'émetteur, de changements éventuels au conseil ainsi que toute intention de solliciter des procurations.

5. *L'obligation pour l'investisseur d'inclure les « dérivés équivalents à des actions » dans le calcul de sa propriété d'actions afin d'établir si le seuil de propriété de 5 % a été franchi.*

Le concept de « dérivé équivalent à des actions » engloberait les dérivés (même les dérivés réglés en espèces) qui reproduisent sensiblement les conséquences financières de la propriété indépendamment de l'absence de contrôle sur les titres de référence.

Les modifications proposées par les ACVM ont suscité énormément d'intérêt, 69 lettres de commentaires ayant été soumises. Le texte intégral des modifications proposées par les ACVM est disponible à l'adresse [http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw\\_mi\\_20130313\\_62-104\\_take-over-bids.htm](http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_mi_20130313_62-104_take-over-bids.htm) (en anglais uniquement). Davies Ward Phillips & Vineberg S.E.N.C.R.L., s.r.l. a aidé l'Alternative Investment Management Association (l'« AIMA ») et la Managed Funds Association (la « MFA ») à rédiger une lettre de commentaires en réponse au projet des ACVM. La lettre de commentaires présente un argument à l'encontre de l'abaissement de 10 % à 5 % du seuil de déclaration de blocs de titres et contient un exposé approfondi de

l'importance de l'activisme actionnarial et des retombées de cette activité qui profitent à tous les actionnaires ainsi qu'aux sociétés visées et à l'économie en général. La lettre soutient que le resserrement proposé par les ACVM quant aux règles de déclaration par les actionnaires de blocs de titres, plutôt que d'avoir un effet bénéfique, réprimera la démocratie actionnariale et l'engagement des actionnaires et creusera un fossé entre les administrateurs en fonctions et les propriétaires. La lettre expose le point de vue selon lequel les actionnaires engagés et les investisseurs activistes servent de contrepoids à la direction, permettent de maîtriser les coûts associés au fait que les propriétaires et la direction d'une société sont distincts, améliorent la gouvernance et se sont révélés dans bon nombre d'études empiriques avoir un effet positif tant sur la valeur de l'entreprise que sur le rendement de l'exploitation des sociétés visées. La lettre compare également le projet de modification des ACVM aux régimes de déclaration par les actionnaires dans d'autres territoires, y compris la *Rule 13d* de la SEC, et conclut que les modifications proposées par les ACVM adopteraient quelques-uns des éléments les plus lourds des régimes étrangers tout en conservant les obligations rigoureuses existantes du régime du système d'alerte qui ne s'appliquent actuellement qu'au seuil de 10 %. Le texte intégral de la lettre de commentaires de la MFA et de l'AIMA est disponible à l'adresse [http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category6-Comments/com\\_20130712\\_62-104\\_kaswellsj.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category6-Comments/com_20130712_62-104_kaswellsj.pdf) (en anglais uniquement).

#### **4. *Droit de la concurrence et législation antitrust***

Le régime antitrust du Canada n'impose aucune obligation de notification ou d'obtention d'autorisation gouvernementale au stade préliminaire de l'augmentation du pourcentage de participation par l'activiste et, contrairement à la *Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvement Act* (la « Loi HSR ») des États-Unis, il ne fait aucune distinction entre les actionnaires dont l'intention est passive et ceux qui ont l'intention de chercher à effectuer un changement dans les politiques de la société visée. Au Canada, la notification en vertu de la *Loi sur la concurrence* n'est pas obligatoire tant que l'acquéreur n'a pas acquis plus de 20 % des actions comportant droit de vote de la société visée, et la notification en vertu de la *Loi sur Investissement Canada* n'est pas obligatoire pour l'acquisition d'une participation comportant droit de vote de moins d'un tiers dans une entreprise canadienne. En revanche, aux États-Unis, la Loi HSR peut servir effectivement de système d'alerte exigeant la notification de la société visée et l'obtention d'une autorisation gouvernementale au stade préliminaire de l'augmentation du pourcentage de participation et une longue interdiction provisoire sur les achats postérieurs au dépôt auprès des autorités de réglementation.

#### **5. *Formation de groupes – Opérations d'initiés et qualification d'allié***

L'obtention de l'appui public des principaux investisseurs institutionnels canadiens fait partie des défis qui se présentent aux activistes au Canada. Les institutions canadiennes hésitent à s'aligner publiquement sur un actionnaire dissident, du moins au début d'une longue course aux procurations, principalement par souci de préserver leur liberté de négocier les titres de l'émetteur visé. Il existe deux enjeux dans ce contexte : les opérations d'initiés et la qualification d'allié.

En vertu de la législation canadienne en valeurs mobilières, il est interdit à une personne ayant des « rapports particuliers » avec une société ouverte de négocier en ayant connaissance d'une information importante qui n'a pas encore été rendue publique. L'interdiction s'étend à quiconque prend connaissance d'une information importante auprès d'une personne ayant de tels rapports particuliers. La catégorie de personnes ayant des « rapports particuliers » est vaste et englobe toute personne qui est propriétaire véritable de plus de 10 % des titres comportant droit de vote de la société visée. Par conséquent, l'activiste qui est un actionnaire propriétaire de plus de 10 % des titres de la société visée sera une personne ayant des rapports particuliers avec la société visée. L'information inconnue du public dont peut prendre connaissance l'activiste au cours de ses discussions avec la société visée au sujet, par exemple, des plans d'affaires de la société visée ou de sa réponse aux propositions de l'activiste, peut constituer une information importante inconnue du public qui, si elle était communiquée par l'activiste à l'actionnaire institutionnel, limiterait la capacité de négociation de cet actionnaire.

La deuxième préoccupation a trait à l'enjeu de la qualification d'« allié » qui, en vertu de la législation canadienne en valeurs mobilières, est pertinente tant pour l'application des règles du système d'alerte que pour le respect du régime des offres publiques d'achat du Canada. En vertu de la législation canadienne en valeurs mobilières, si le dissident a conclu une convention, un engagement ou une entente avec un autre actionnaire aux termes duquel ils entendent exercer leurs droits de vote de concert l'un avec l'autre, ils seront *présumés* être des alliés. Si la convention, l'engagement ou l'entente concerne l'*acquisition* d'actions de la société visée, ils seront *réputés* être des alliés. Par conséquent, leurs titres détenus seront regroupés pour permettre de déterminer si l'obligation de déclaration selon le système d'alerte au seuil de 10 % a été déclenchée, et l'allié devra être nommé dans la déclaration selon le système d'alerte faite par l'actionnaire activiste.

Chose peut-être plus importante, leurs titres détenus seront aussi regroupés pour permettre de déterminer si les règles obligatoires sur les offres publiques d'achat ont été déclenchées. La législation canadienne en valeurs mobilières exige que l'acquisition de plus de 20 % des titres de participation ou comportant droit de vote en circulation d'un émetteur soit réalisée au moyen d'une offre publique d'achat formelle présentée à tous les actionnaires, sous réserve de certaines exceptions limitées. La simple formation d'un groupe détenant plus de 20 % des titres ne déclenchera pas la règle, mais le premier achat – ne serait-ce que d'une seule action par un membre du groupe – devra se faire conformément au régime des offres publiques d'achat, à moins que l'achat ne soit fait aux termes d'une des dispenses limitées prévues par la loi. Par conséquent, l'activiste et l'actionnaire institutionnel devront veiller à ce que leurs achats et leurs ventes soient coordonnés de manière à en assurer la conformité avec les obligations du système d'alerte et les règles sur les offres publiques d'achat. Ils ne pourront donc pas négocier chacun à l'insu de l'autre et, vraisemblablement, sans commun accord.

## **6. *Pilules empoisonnées***

De nombreuses sociétés ouvertes canadiennes et américaines ont mis en place un mécanisme de « pilule empoisonnée » qui prévoit que si un acquéreur important dépasse un seuil

de propriété déterminé (typiquement 20 %), tous les actionnaires autres que l'acquéreur important peuvent acheter des actions à escompte considérable par rapport au cours des actions, ce qui se soldera par une dilution significative pour l'acquéreur important. Selon les mécanismes de pilule empoisonnée canadiens, tout comme ceux des États-Unis, un acquéreur important est considéré comme le propriétaire véritable des actions appartenant à ses alliés. Toutefois, les mécanismes de pilule empoisonnée canadiens ont évolué différemment de ceux des États-Unis en raison du fait que la Bourse de Toronto exige qu'ils soient approuvés par un vote des actionnaires, ce qui a conféré à ces derniers et en fin de compte à Institutional Shareholders Services Inc. (« ISS ») une influence considérable sur leurs modalités. L'une des différences par rapport aux États-Unis réside dans la notion canadienne d'« allié » qui, typiquement, n'englobe pas les personnes avec qui l'acquéreur important s'est entendu pour exercer conjointement les droits de vote rattachés aux actions, mais plutôt uniquement les personnes avec qui l'acquéreur important a conclu une convention visant l'acquisition d'actions. Or, bien que cela s'avère vrai dans la grande majorité des cas, pour les sociétés canadiennes qui ne sont pas suivies par ISS, ou inscrites à la cote d'une bourse aux États-Unis, la notion américaine pourrait s'appliquer. Le mécanisme de pilule empoisonnée doit donc être examiné soigneusement dans chaque cas, car il se peut qu'un activiste ayant l'intention d'exercer de concert avec d'autres actionnaires les droits de vote rattachés aux actions déclenche le mécanisme de pilule empoisonnée.

## 7. *Communication sélective*

Au Canada, la mesure dans laquelle un activiste peut communiquer de l'information à d'autres actionnaires n'est pas entièrement établie. La communication par une personne ayant des « rapports particuliers » (comme un actionnaire détenant une participation d'au moins 10 %) à une autre personne constitue une « communication d'information privilégiée » au sens de la législation canadienne en valeurs mobilières. La communication d'information privilégiée est interdite, peu importe comment l'informateur a acquis l'information et sans égard au fait que l'informé conclut une convention de confidentialité.

Il existe une exception précise selon laquelle la personne qui se propose de présenter une offre publique d'achat, de devenir partie à un regroupement d'entreprises ou d'acquérir une tranche appréciable des biens d'un émetteur assujetti peut communiquer de l'information importante dans le cours normal de ses activités pour réaliser cette opération. Toutefois, la législation ne prévoit aucune exception similaire pour les communications faites par une personne proposant un changement au conseil ou une course aux procurations.

La seule exception générale à l'interdiction de communiquer une information privilégiée vise les communications faites dans le « cours normal des activités ». La question qui reste sans réponse est de savoir si cette expression s'entend du « cours normal des activités de la *société* » – qui permettrait les communications entre un émetteur et ses conseillers ou entre un émetteur et son prêteur, par exemple – ou du « cours normal des activités de l'*informateur* ». Étant donné cette incertitude et puisque l'activiste est susceptible de se heurter à une opposition, nous sommes d'avis que les activistes doivent faire preuve de prudence en communiquant de l'information à leurs alliés ou à d'autres actionnaires dont ils cherchent l'appui.

## **8. *Actions comportant droit de vote acquises après la date de référence***

La question de savoir qui a le droit de voter à une assemblée des actionnaires est déterminée par la loi constitutive de la société. La *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (la « LCSA ») prévoit que seul un actionnaire dont le nom figure sur la liste des actionnaires à la date de référence pour l'assemblée a le droit de voter à l'assemblée. Toutefois, la législation sur les sociétés dans plusieurs provinces et territoires du Canada permet à l'acheteur qui acquiert des actions après la date de référence de voter à l'assemblée à condition qu'il produise des certificats d'actions dûment endossés ou établisse par ailleurs sa propriété des actions et qu'il demande à la société (typiquement au plus tard 10 jours avant l'assemblée) de faire inscrire son nom sur la liste des actionnaires.

## **9. *Vote vide : TELUS/Mason***

La question du vote vide (l'exercice du pouvoir de vote sans participation correspondante) a attiré beaucoup d'attention en 2012 quand Mason Capital Management s'est opposée à la restructuration du capital proposée par TELUS Corp., qui cherchait à mettre fin à sa structure du capital-actions à deux catégories.

En février 2012, TELUS a décidé de regrouper en une seule catégorie ses actions sans droit de vote et ses actions comportant droit de vote (lesquelles étaient, hormis les droits de vote, essentiellement identiques) afin d'aligner la distribution des droits de vote sur le capital investi par les investisseurs et d'améliorer la liquidité et la négociabilité des actions de TELUS. Par suite de l'annonce, l'écart historique de 4 à 5 % entre le cours des deux catégories d'actions s'est réduit étant donné que TELUS se proposait de convertir les actions sans droit de vote en actions comportant droit de vote à raison de une pour une. Après l'annonce, Mason Capital a acquis près de 19 % des actions comportant droit de vote, mais elle a couvert cette position en vendant à découvert des actions comportant droit de vote et des actions sans droit de vote, si bien que son exposition financière à TELUS ne s'élevait qu'à 0,21 % des actions en circulation de TELUS. La disproportion entre le droit de Mason d'exercer presque 19 % des droits de vote rattachés aux actions ordinaires de TELUS et sa petite participation financière dans la société a valu à Mason d'être considérée comme un « détenteur de droits de vote vides ». Mason avait pour stratégie de faire échec à la proposition de regroupement des actions et de réaliser un profit lorsque l'écart entre le cours des actions comportant droit de vote et des actions sans droit de vote serait rétabli.

Initialement, la stratégie de Mason a été fructueuse. Comme Mason avait le droit d'exercer les droits de vote rattachés à 19 % des actions comportant droit de vote en circulation à propos d'une résolution qui nécessitait l'approbation aux deux tiers de ces actions représentées à l'assemblée, TELUS a décidé que la proposition de regroupement des actions ne serait pas adoptée et a retiré la proposition de l'ordre du jour de son assemblée annuelle de mai 2012. Toutefois, dans son annonce, TELUS a confirmé son engagement à réaliser un regroupement d'actions à raison de une pour une.

Par la suite, Mason a présenté une demande de convocation d'une assemblée des actionnaires pour examiner une proposition visant à modifier la charte de TELUS pour qu'y soit prévue une exigence de payer une prime aux porteurs d'actions comportant droit de vote dans le cadre de toute élimination de la structure du capital-actions à deux catégories de TELUS. TELUS a refusé la demande de Mason pour de nombreux motifs et a annoncé une proposition révisée visant l'élimination de la structure du capital-actions à deux catégories, encore une fois à raison de une action pour une action, dans le cadre d'une opération structurée de manière à ne nécessiter que l'approbation des porteurs de la majorité des actions comportant droit de vote. Aux termes de cette structure révisée, Mason avait beaucoup moins de chances de faire obstacle à l'approbation du regroupement.

La Cour suprême de la Colombie-Britannique a déclaré que la demande de Mason était invalide en raison de certaines questions de procédure. Bien que le tribunal ne se soit pas prononcé sur la question du « vote vide », il a envoyé un message clair contre le vote vide, déclarant en *obiter dictum* qu'un tribunal pourrait user de son pouvoir pour refuser à un détenteur de droits de vote vides le droit de demander la convocation d'une assemblée. En appel, la Cour d'appel de la Colombie-Britannique a rétabli la demande de Mason et s'est prononcée contre la déclaration du tribunal inférieur voulant que les tribunaux aient l'autorité d'intervenir dans des cas de vote vide pour des considérations d'équité générales, déclarant que toute solution à cette question doit provenir d'une modification de la législation ou de la réglementation.

En fin de compte, la proposition de regroupement des actions de TELUS a été approuvée. Dans la dernière procédure judiciaire (visant l'approbation du plan d'arrangement aux termes duquel le regroupement a été réalisé), la Cour suprême de la Colombie-Britannique a encore une fois critiqué les tactiques de Mason et a jugé que le manque de participation financière de Mason malgré ses droits de vote était pertinent à l'examen par le tribunal des objections soulevées par Mason quant au caractère équitable du regroupement. Toutefois, le droit de Mason d'exercer les droits de vote rattachés à ses actions, malgré son manque de participation financière correspondante, n'a jamais été mis en doute.

Bien que TELUS ait réussi en fin de compte à réaliser son regroupement d'actions, le conflit avec Mason met l'accent sur la complexité de la question du vote vide et l'incertitude entourant la manière dont les tribunaux la traiteront. Les modifications proposées par les ACVM en ce qui concerne la déclaration de la propriété véritable dont il est question ci-dessus incluent des améliorations de l'obligation d'information visant à repérer des cas de vote vide. Toutefois, les projets des ACVM ne modifieront pas les droits fondamentaux d'un détenteur de droits de vote vides : pour ce faire, il faudrait probablement apporter des modifications aux lois régissant les sociétés canadiennes.

## **10. *Conseils à renouvellement échelonné***

Les lois canadiennes sur les sociétés prévoient aussi généralement que les actionnaires peuvent, par voie de résolution ordinaire à une assemblée extraordinaire, destituer un ou plusieurs administrateurs de leurs fonctions et élire leurs remplaçants. Ce droit, jumelé au droit

des actionnaires de demander la convocation d'une assemblée, empêche les sociétés canadiennes de mettre en place des conseils « à renouvellement échelonné » auxquels des administrateurs sont élus pour des mandats pluriannuels et dont un sous-ensemble seulement est susceptible d'être renouvelé à une assemblée annuelle donnée. Par conséquent, à chaque assemblée annuelle, un dissident est en mesure de prendre le contrôle du conseil.

### **11. *Listes courtes de candidats***

Par le passé, les listes courtes de candidats ont été relativement rares au Canada, la plupart des courses aux procurations visant des propositions de remplacement du conseil dans son ensemble. Lorsqu'elles ont été proposées – habituellement par des activistes américains plutôt que canadiens – elles n'ont généralement pas été adoptées même si les politiques de l'agence de conseil en vote ISS favorisent les listes courtes de candidats. Néanmoins, étant donné le succès de la liste courte présentée par Pershing Square à Chemin de fer Canadien Pacifique, on pourrait s'attendre à voir augmenter le nombre de ces listes courtes de candidats.

### **12. *Sollicitation de procurations privée restreinte et règlement relatif au préavis***

Les lois canadiennes sur les valeurs mobilières et la plupart des lois sur les sociétés prévoient une exception aux règles applicables à la sollicitation de procurations, laquelle permet aux actionnaires d'éviter d'avoir à envoyer une circulaire de procurations de dissident aux actionnaires lorsque le nombre total des actionnaires dont les procurations sont sollicitées ne dépasse pas 15 (les codétenteurs d'une action étant comptés comme un seul actionnaire).<sup>9</sup> Cette méthode de sollicitation est peu coûteuse et peut être efficace lorsque la propriété des actions comportant droit de vote est concentrée entre les mains de seulement quelques actionnaires.

Hormis la limite sur le nombre d'actionnaires qu'une personne peut solliciter, très peu de restrictions s'appliquent à la manière dont un actionnaire se prévalant de cette dispense peut solliciter des procurations. Dans plusieurs cas par le passé, des dissidents ont discrètement fait des sollicitations de procurations limitées auprès d'un nombre restreint d'actionnaires importants et ont tendu une « embuscade » à la direction à une assemblée annuelle en proposant, sur place et sans préavis, leur propre liste de candidats au conseil.

La capacité de tendre une embuscade à une assemblée des actionnaires a été facilitée par l'absence dans le paysage de la gouvernance au Canada de règlements internes adoptés par les sociétés qui obligeraient tout actionnaire dissident à donner un préavis concernant les candidats qu'il propose à l'élection au conseil afin que ces candidatures soient jugées valides dans le cadre de l'assemblée. Toutefois, les émetteurs canadiens sont en train de prendre conscience des mérites de l'adoption d'un règlement relatif au préavis permettant de faire échec à ces tactiques.

---

<sup>9</sup> LCSA, par. 150(1.1) et Règlement 51-102, par. 9.2(2). Cette exception ne s'applique pas à la direction d'un émetteur ni aux personnes agissant pour le compte de la direction.

Par suite d'une décision rendue en juin 2012 par la Cour suprême de la Colombie-Britannique dans l'affaire *Northern Minerals Investment Corp. v. Mundoro Capital Inc.*<sup>10</sup> (« *Mundoro* »), l'adoption d'un règlement relatif au préavis et les principes qui sous-tendent son utilisation sont maintenant admis par les tribunaux. Dans l'affaire *Mundoro*, le tribunal a conclu que les administrateurs ont le pouvoir d'imposer une telle exigence aux termes de leurs pouvoirs résiduels de gérer les activités commerciales et affaires internes de la société. Plutôt que d'enfreindre les droits des actionnaires, le tribunal a jugé qu'une telle politique garantit en fait un processus de mise en candidature ordonné et que les actionnaires sont informés des enjeux à l'avance d'une assemblée, ce qui empêche qu'un « [TRADUCTION] groupe d'actionnaires profite d'une assemblée des actionnaires peu nombreuse pour imposer sa liste d'administrateurs à ce qui pourrait être une majorité d'actionnaires ignorant qu'une telle éventualité puisse se présenter ».

La décision dans *Mundoro* est particulièrement notable parce que la société dans cette affaire avait adopté sa politique relative au préavis après la convocation de son assemblée des actionnaires et l'envoi par la poste de la circulaire de la direction. Par conséquent, un dissident ne peut pas tenir pour acquis que l'absence d'un règlement relatif au préavis dans un cas particulier signifie qu'une sollicitation limitée menée en coulisse pour trouver un appui pour ses candidats sera couronnée de succès.

Même avant la décision dans *Mundoro*, quelques entreprises canadiennes avaient adopté un règlement relatif au préavis. La décision dans *Mundoro* a incité d'autres sociétés à le faire. En outre, ISS Canada s'est maintenant prononcée sur le sujet et a indiqué dans sa publication intitulée *2013 Canadian Proxy Voting Guidelines* que bien qu'elle entende examiner la question des règlements relatifs au préavis au cas par cas, ISS leur donnera généralement son appui si le délai accordé par la société pour le préavis de candidats proposés aux postes d'administrateurs par les actionnaires est d'au plus 65 jours et d'au moins 30 jours avant la date de l'assemblée. Depuis la décision dans *Mundoro*, plus de 600 sociétés canadiennes ont adopté un règlement relatif au préavis, dont Société aurifère Barrick, Bombardier Inc. et Compagnie de la Baie d'Hudson.

### ***13. Sollicitation de procurations publique et dispense de diffusion publique***

Les règles canadiennes prévoient une dispense de « diffusion publique » qui peut être accordée seule ou en combinaison avec la dispense relative au seuil de 15 actionnaires dont il est question ci-dessus et qui permet à un dissident (mais non à la direction d'un émetteur) de solliciter des procurations et de l'appui pour sa campagne sans « envoyer » une circulaire de procuration aux actionnaires.<sup>11</sup> Pour être admissible à la dispense, la procuration doit être transmise par diffusion publique, discours ou publication (par exemple, par communiqué,

---

<sup>10</sup> 2012 BCSC 1090.

<sup>11</sup> LCSA, par. 150(1.2) et Règlement 51-102, par. 9.2(4).

message radiodiffusé ou télédiffusé, site Web accessible au public ou discours public), et les documents et l'information réglementaires à fournir doivent être déposés dans SEDAR, tout comme la communication à publier. Pour les activistes souhaitant se prévaloir de cette dispense dans le cadre de l'élection d'administrateurs, un document contenant l'information à fournir sur les candidats proposés doit également être déposé dans SEDAR.<sup>12</sup>

La campagne menée avec succès par Pershing Square pour faire élire ses candidats au conseil de Chemin de fer Canadien Pacifique sert de bon exemple de l'utilité de la dispense de diffusion publique pour les activistes, et de la latitude qu'elle accorde pour permettre le lancement d'une vigoureuse campagne de sollicitation, particulièrement aux stades préliminaires, sans qu'il soit nécessaire de supporter des frais supplémentaires et le fardeau de l'envoi postal d'une circulaire d'information de dissident. Dans le cas de Pershing Square, le recours à la dispense, jumelé au dépôt d'une circulaire de procurations « préventive » initiale, a permis à Pershing Square de monter une campagne de sollicitation à facettes multiples comportant des séances publiques de « discussion ouverte », des communiqués, des discours, des entrevues avec les médias, des entretiens particuliers avec des actionnaires et un site Web personnalisé, et ce, au cours de plusieurs mois et bien avant que la direction de Chemin de fer Canadien Pacifique ait déposé sa propre circulaire de procurations.

#### **14. Mécanismes de rémunération des candidats aux postes d'administrateurs**

Le recrutement de candidats compétents à proposer aux postes d'administrateurs et à inscrire à la liste du dissident et, plus important encore, le ralliement de ces candidats à la vision de l'activiste relativement à la société visée font partie des défis qui se présentent à l'activiste. Certains activistes ont structuré des mécanismes de rémunération des candidats aux postes d'administrateur pour tenir compte de ces défis. Dans deux courses aux procurations très médiatisées en 2013, l'une au Canada et l'autre aux États-Unis, cette pratique a été contestée.

Au Canada, dans la course aux procurations dans laquelle le fonds de couverture américain JANA Partners a cherché à faire élire cinq candidats au conseil d'Agrium Inc., JANA a conclu des ententes avec ses cinq candidats pour leur verser un paiement en espèces fixe de 50 000 dollars chacun, majoré d'une participation aux bénéfices que JANA Partners générerait de sa propriété d'actions d'Agrium au cours d'une période de trois ans.

Les mécanismes de rémunération que JANA Partners a établis avec ses candidats ont été fort critiqués dans l'attaque d'Agrium contre JANA dans le cadre de la course aux procurations. Agrium a qualifié les participations aux bénéfices de « laisses dorées » attachées au cou des candidats de JANA Partners qui compromettaient leur indépendance. JANA Partners a justifié les mécanismes en notant qu'ils n'imposaient aux candidats aucune obligation autre que celle de

---

<sup>12</sup> Règlement 51-102, par. 9.2(6). La conformité aux exigences de la dispense de diffusion publique comporte d'autres obligations, qui ne sont pas abordées ici car elles dépassent le cadre de cette publication.

se présenter à l'élection et que les participations aux bénéfices étaient conçues pour aligner les intérêts des candidats sur ceux des actionnaires d'Agrium.

Les mécanismes de rémunération des candidats de JANA Partners ont probablement pesé sur la capacité de JANA Partners d'obtenir l'appui nécessaire des actionnaires dans une course serrée. Les mécanismes de rémunération ont donné lieu à des commentaires très négatifs de la part de l'agence de conseil en vote Glass, Lewis & Co., et plusieurs actionnaires ont également manifesté leur opposition. En particulier, Alberta Investment Management Corporation a diffusé un communiqué déclarant son appui au conseil en fonctions d'Agrium dans lequel elle exprimait sa préoccupation que la rémunération par JANA Partners de ses candidats pourrait avoir des effets négatifs sur le conseil, y compris un manque d'indépendance, de la fragmentation et une efficacité réduite. L'Office d'investissement du régime de pensions du Canada a également exprimé sa préoccupation relativement aux mécanismes de rémunération de JANA Partners dans l'annonce de son appui au conseil d'Agrium.

Pendant que JANA Partners menait sa course contre Agrium, Elliott Management Corp. s'était engagée dans sa propre course aux procurations contre Hess Corp. aux États-Unis. Tout comme JANA Partners, Elliott Management avait établi des mécanismes de rémunération qui offriraient des incitations au rendement à ses candidats et qui ont fait l'objet de critiques sévères de la part de Hess. Invoquant la distraction continue causée par la question de la rémunération, peu de temps avant l'assemblée des actionnaires de Hess, les candidats d'Elliott Management ont convenu de renoncer au mécanisme de rémunération s'ils étaient élus au conseil. Le jour même de l'annonce de cette concession, Hess et Elliott Management ont annoncé un règlement qui s'est traduit par l'élection de deux candidats dissidents. Le moment de la renonciation et du règlement laisse entendre que les mécanismes de rémunération ont peut-être fait obstacle aux discussions sur le règlement.

La rémunération prévue dans le cadre d'une course aux procurations continuera sans doute d'être acceptable, mais les mécanismes de rémunération postérieurs à l'élection financés par l'activiste seront examinés de près par les actionnaires, et les activistes devront se demander si l'offre d'une rémunération, tout en contribuant à attirer des candidats, éloignera les actionnaires et compromettra les chances de succès.

#### ***15. Accès aux procurations – Présentation de la candidature d'un administrateur au moyen d'une proposition d'actionnaire***

Les actionnaires de sociétés canadiennes ont depuis longtemps la capacité de se prévaloir d'un mécanisme qui leur permet de proposer des candidats aux postes d'administrateurs. L'information au sujet des candidats présentés au moyen d'une proposition doit figurer dans la circulaire de sollicitation de procurations de la direction relative à l'assemblée générale annuelle de la société.

Pour pouvoir soumettre une proposition d'actionnaire, l'actionnaire doit détenir, ou bénéficier de l'appui d'actionnaires qui dans l'ensemble détiennent des actions comportant droit

de vote correspondant au moins à 1 % des actions comportant droit de vote en circulation ou dont la juste valeur marchande s'élève au moins à 2 000 dollars. De telles actions doivent avoir été détenues depuis au moins six mois avant la soumission de la proposition.<sup>13</sup> Outre ces exigences, la proposition de l'actionnaire visant une candidature à un poste d'administrateur doit être signée par un ou plusieurs porteurs d'actions représentant dans l'ensemble au moins 5 % des actions comportant droit de vote à l'assemblée.<sup>14</sup> Il n'y a aucune limite sur le nombre de candidatures qui peuvent être présentées au moyen d'une proposition.

La société peut rejeter une proposition pour de nombreux motifs, y compris lorsqu'il semble que la proposition n'a aucun lien important avec les activités commerciales ou affaires internes de la société. En outre, une société n'est pas tenue d'inclure une proposition d'actionnaire dans sa circulaire de sollicitation de procurations de la direction si elle n'est pas soumise à la société au moins 90 jours avant la date anniversaire de l'avis de convocation à l'assemblée qui a été envoyé aux actionnaires dans le cadre de l'assemblée annuelle de l'année précédente.<sup>15</sup>

Bien que le fait d'inclure dans la circulaire de sollicitation de procurations de la direction l'information sur une candidature présentée par un actionnaire puisse épargner à un actionnaire dissident des frais considérables, l'inclusion des candidatures présentées par un dissident dans la circulaire de sollicitation de procurations de la direction ne dégage pas le dissident de l'obligation d'envoyer par la poste sa propre circulaire aux actionnaires s'il souhaite s'engager dans une sollicitation générale de procurations. Étant donné le nombre d'activités qui peuvent répondre à la définition de « sollicitation »<sup>16</sup> au sens des lois canadiennes sur les sociétés et sur les valeurs mobilières, pour l'activiste cherchant à communiquer avec d'autres actionnaires et à obtenir leur appui pour faire avancer sa campagne, l'obligation d'envoyer par la poste une circulaire de procuration du dissident peut donc être déclenchée même si l'activiste a réussi à faire inclure sa proposition dans la circulaire de sollicitation de procurations de la direction.

Chose intéressante, malgré le vif intérêt porté à l'accès aux procurations par les actionnaires, y compris la campagne continue par la communauté des actionnaires américains pour l'amélioration de l'accès aux procurations au cours des dernières années, ces dispositions canadiennes (qui sont semblables aux règles américaines applicables aux propositions des actionnaires) ont rarement servi, ce qui pourrait probablement s'expliquer par les quatre facteurs suivants :

---

<sup>13</sup> *Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral*, art. 46.

<sup>14</sup> LCSA, par. 137(4).

<sup>15</sup> LCSA, al. 137(5)a) et *Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral*, art. 49. D'autres lois sur les sociétés (comme la *Loi sur les sociétés par actions* (Ontario)) calculent le délai différemment.

<sup>16</sup> Est assimilée à une « sollicitation » notamment une « communication aux actionnaires, concertée en vue de l'obtention, du refus ou de la révocation d'une procuration ». LCSA, art. 147. Voir aussi le *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* (le « Règlement 51-102 »), art. 1.1, « solliciter ».

- Premièrement, la date limite prévue pour la soumission d'une proposition se situe typiquement entre quatre et six mois avant une date d'assemblée et est souvent échu avant qu'un dissident se soit décidé à passer à l'action.
- Deuxièmement, le nombre maximal de mots prévu par règlement, soit 500, que doivent comporter la proposition et l'exposé à son appui n'est pas propice à l'intervention.
- Troisièmement, comme il est mentionné ci-dessus, les actionnaires détenant 5 % des actions ont déjà le droit de demander la convocation d'une assemblée. La date limite prévue pour une demande de convocation d'assemblée se situera typiquement à une date de loin postérieure à la date limite prévue pour la soumission d'une proposition. Par conséquent, tout actionnaire envisageant de présenter une candidature au moyen d'une proposition pourrait plutôt soumettre une demande à une date ultérieure et convenir par la suite avec la direction que l'ordre du jour demandé (par exemple, élire les candidats du dissident) fasse plutôt l'objet de délibérations à l'assemblée annuelle.
- Quatrièmement, la simple inclusion de l'information sur les candidats d'un dissident dans une circulaire de la direction et sur le formulaire de procuration de la direction n'est généralement pas considérée comme étant suffisante pour accorder au dissident des chances appréciables de succès, à moins que l'initiative ne soit accompagnée par un important effort de sollicitation de la part du dissident. En outre, la direction exerce un contrôle considérable sur la manière dont est présentée l'information sur les candidats du dissident dans la circulaire et le formulaire de procuration de la direction. Par conséquent, le dissident préférera typiquement envoyer par la poste sa propre circulaire pour présenter ses candidats et utiliser son propre formulaire de procuration.

## **16. Procuration générale**

Les règles canadiennes en matière de sollicitation de procurations sont également plus souples que les règles analogues américaines en ce sens qu'un dissident peut utiliser un formulaire de procuration de type « universel », ou une « procuration générale », qui inclut sur le formulaire de procuration du dissident le nom des candidats présentés par la direction ainsi que celui des candidats du dissident. Il s'agit d'une différence par rapport aux règles américaines en matière de procurations qui exigent que le dissident obtienne le consentement de chaque personne dont le nom figure sur le formulaire de procuration du dissident.

La capacité d'utiliser une procuration générale au Canada permet au dissident d'offrir aux actionnaires l'option de choisir qui ils veulent parmi tous les candidats à l'élection. Pour de nombreux actionnaires, le formulaire du dissident devient ainsi une option plus intéressante puisqu'ils peuvent adapter leur vote, votant pour la combinaison de candidats de la direction et du dissident qu'ils jugent être la plus souhaitable. Par exemple, lorsqu'un actionnaire appuie un dissident, mais qu'il considère la liste proposée par le dissident comme étant trop longue, une

procuration générale permettrait à l'actionnaire de voter pour un sous-ensemble des candidats du dissident et aussi de voter pour un ou plusieurs candidats de la direction.

Une procuration générale a été utilisée avec succès pour la première fois dans la course aux procurations de Pershing Square contre Chemin de fer Canadien Pacifique.<sup>17</sup> Dans cette course, les deux parties ont fini par utiliser des formulaires de procuration générale – la direction agissant vraisemblablement ainsi par mesure préventive pour que son formulaire ne soit pas considéré comme étant moins souple que celui de Pershing Square. L'utilisation de procurations générales a nécessité une adaptation au système de vote en ligne de Broadridge, ce qui a occasionné des frais supplémentaires considérables pour Pershing Square. Toutefois, ces améliorations au système devraient être disponibles pour permettre l'utilisation de procurations générales dans des courses futures sans entraîner des frais excessifs.

### ***17. Achat de votes : rémunération des courtiers-démarcheurs dans le cadre de courses aux procurations***

La course aux procurations très médiatisée dans le cadre de laquelle JANA Partners a cherché à faire élire cinq candidats au conseil d'Agrium Inc. a mis en lumière la pratique des sociétés qui consiste à rémunérer les courtiers qui sollicitent des votes favorables auprès des actionnaires qui sont des petits investisseurs.

Initialement, on n'avait recours à la rémunération des courtiers-démarcheurs que dans le cadre d'offres publiques d'achat. Dans le cadre de ces opérations, les initiateurs qui cherchent à respecter leurs conditions de dépôt minimal pour mener à bien leur offre retiennent les services d'un courtier chargé de mettre sur pied un groupe de courtiers-démarcheurs qui rémunère les courtiers (aux frais de l'initiateur) pour que ceux-ci veillent à ce que leurs clients qui sont des petits investisseurs déposent leurs titres en réponse à l'offre. La rémunération sert de commission versée aux courtiers en contrepartie du dépôt par leurs clients. Bien que cette pratique ait soulevé des objections de la part des défenseurs des actionnaires qui soutenaient que la rémunération compromettrait la capacité des courtiers de donner des conseils objectifs aux actionnaires quant à la question de savoir s'ils devaient ou non déposer leurs titres en réponse à une offre, la pratique est devenue plutôt courante.

Au cours de la dernière décennie, le recours à la rémunération des courtiers-démarcheurs a passé aux opérations canadiennes de fusion et acquisition réalisées par voie de vote des actionnaires. Dans ces cas, les courtiers sont rémunérés pour faire la sollicitation auprès de leurs clients de votes favorables à l'opération. Dans certains cas, des initiateurs concurrents ont offert la rémunération pour inciter les courtiers à veiller à ce que leurs clients votent contre une

---

<sup>17</sup> Les dissidents dans la course aux procurations de 2008 de Biovail Corporation ont également eu recours à une procuration générale, mais leur campagne a été infructueuse. Les dissidents ont également eu des difficultés d'ordre technique avec Broadridge Investor Communications Solutions (« Broadridge ») pour que soient acceptées en ligne les instructions de vote figurant sur le formulaire du dissident.

opération concurrente. Malgré la variété de situations dans lesquelles la rémunération des courtiers-démarcheurs a été utilisée, jusqu'en 2012, la rémunération des courtiers-démarcheurs a été une mesure limitée aux opérations visant des sociétés et n'avait jamais été utilisée dans le cadre de courses aux procurations relatives à l'élection d'un conseil d'administration.

En 2012, la direction d'Enercare Inc. a formé un groupe de courtiers-démarcheurs pour rémunérer les courtiers qui obtenaient des votes favorables à la réélection du conseil en fonctions. Bien que le dissident dans ce cas s'y soit opposé et que la pratique se soit attiré des critiques, en raison du peu de médiatisation de la course et du fait que les votes des actionnaires qui étaient des petits investisseurs n'étaient pas importants pour son issue, la question n'a pas suscité beaucoup d'attention à l'époque.

En revanche, la découverte par JANA Partners de la rémunération des courtiers-démarcheurs offerte par Agrium dans le cadre de la course aux procurations de 2013 a suscité une intense couverture médiatique et une vive réaction de la part des actionnaires et a focalisé l'attention sur la question du caractère convenable de la pratique, non seulement dans le cadre de courses aux procurations en vue d'élections au conseil, mais aussi dans le contexte des fusions et acquisitions. Dans le cas d'Agrium, la société avait conclu une convention aux termes de laquelle les courtiers seraient rémunérés à raison de 0,25 dollar par action pour chaque actionnaire qui voterait en faveur de la liste de candidats de la direction, le paiement étant sous réserve de l'élection de tous les candidats de la direction. Ces conventions n'ont pas été dévoilées publiquement et n'ont été découvertes par JANA Partners qu'au cours de la dernière semaine de la course.

La réaction des actionnaires et du public à l'utilisation par Agrium de la rémunération des courtiers-démarcheurs dans le contexte de l'élection d'administrateurs a été extraordinairement négative. De nombreuses organisations d'actionnaires et de nombreux commentateurs ont condamné la pratique, particulièrement dans le contexte d'une élection au conseil. La Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises a notamment publié un article paru sur la page en regard de l'éditorial du journal canadien *The Globe and Mail* affirmant que l'« achat des votes » par Agrium était incompatible avec les principes fondamentaux de la démocratie actionnariale et les devoirs fiduciaires des administrateurs. *The Globe and Mail* a également publié un éditorial critiquant cette démarche du conseil d'Agrium.

Il est clair que le versement d'une rémunération aux courtiers-démarcheurs par un conseil pour l'aider à se faire réélire soulève un certain nombre de questions de droit. D'abord et avant tout, il s'agit de savoir s'il est approprié que les pouvoirs dont est investi le conseil au nom de la société servent à autoriser l'utilisation des fonds de la société pour inciter les courtiers à obtenir des votes de leurs clients à l'appui de la réélection des administrateurs en fonctions. Les tribunaux canadiens ont conclu que l'intérêt de la société dans le contexte d'une assemblée des actionnaires contestée repose sur le maintien de l'intégrité et de la validité de la procédure de vote. Or, selon Agrium, le paiement de la rémunération dans son cas était censé faire augmenter la participation à l'assemblée des actionnaires qui étaient des petits investisseurs. Toutefois, selon les modalités du paiement, les courtiers n'étaient pas récompensés simplement pour avoir

obtenu les votes de leurs clients, mais plutôt si les votes étaient favorables au conseil en fonctions et si ses membres étaient élus. Par conséquent, la rémunération des courtiers-démarcheurs par Agrium a miné l'intérêt de la société en créant des conflits d'intérêts pour les courtiers, qui amèneraient inévitablement certains actionnaires à voter pour la réélection des administrateurs en fonctions sur le fondement d'une recommandation motivée par une incitation financière, et non sur le fondement d'une évaluation objective de la meilleure liste de candidats habilités à diriger la société. L'utilisation des fonds de la société pour obtenir un tel résultat pourrait bien être jugée par un tribunal comme étant un manquement aux devoirs fiduciaires des administrateurs.

L'omission par Agrium de dévoiler les paiements a également soulevé des questions de respect des obligations d'information applicables à la circulaire de procurations de la société. Dans tous les autres cas où la rémunération des courtiers-démarcheurs avait été payée dans le cadre d'opérations de fusion et acquisition et dans le seul autre exemple dans le cadre d'une course aux procurations, les mécanismes de rémunération étaient déclarés soit dans la circulaire de la société soit dans un communiqué ultérieur. L'omission de les dévoiler signifiait que les actionnaires n'auraient pas été au courant des conflits d'intérêts auxquels seraient assujettis leurs courtiers en leur formulant des recommandations de vote.

La controverse née de l'utilisation par Agrium de la rémunération des courtiers-démarcheurs a également soulevé des questions au sujet de la légalité de la participation des courtiers à la pratique en vertu de la législation canadienne. On constate que les courtiers aux États-Unis n'adopteront pas la pratique parce qu'en touchant une rémunération pour la sollicitation de votes ils contreviendraient aux règles applicables à la sollicitation de procurations prévues par la *Rule 14a-2* prise en application de la *Securities Exchange Act of 1934*. En revanche, d'aucuns sont d'avis que la pratique n'est pas interdite au Canada. Toutefois, chose intéressante, les règles canadiennes de sollicitation de procurations sont essentiellement semblables aux règles aux États-Unis qui sont invoquées comme interdisant la pratique. Nous croyons savoir que les autorités en valeurs mobilières examinent le cadre réglementaire existant pour décider si de nouvelles règles interdisant la pratique sont nécessaires. Dans l'intervalle, en raison de la réaction négative que la pratique a suscité de la part des actionnaires et de la presse, nous ne nous attendons pas à la voir utilisée encore dans le cadre d'une course aux procurations en vue de l'élection du conseil.

#### **18. *Élaboration de règlements visant les agences de conseil en vote***

Les préoccupations exprimées par des participants au marché concernant le fonctionnement du système de vote par procuration tant au Canada qu'aux États-Unis ont pris de l'importance. En 2010, notre cabinet a publié un livre blanc sur le système canadien de vote par procuration, intitulé *The Quality of the Shareholder Vote in Canada* (consultable à l'adresse <http://www.dwpv.com/Sites/shareholdervoting/Download.htm>, en anglais uniquement), détaillant la complexité du système de vote par procuration et soulignant plusieurs failles. Depuis la publication du livre en 2010, les discussions au sein du secteur du vote des actionnaires se sont poursuivies au sujet de la nécessité d'une réforme.

L'une des questions soulevées dans notre livre portait sur le rôle et l'influence des agences de conseil en vote comme ISS. En juin 2012, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont publié une demande de commentaires (date limite le 21 septembre 2012) sur la réglementation éventuelle des agences de conseil en vote. Les sujets particuliers auxquels se sont intéressées les ACVM sont les suivants :

- les conflits d'intérêts éventuels découlant des activités de consultation des agences de conseil en vote;
- le manque de transparence du processus de recommandations des agences de conseil en vote;
- le risque d'analyse inexacte et les occasions limitées de participation des émetteurs;
- l'influence des agences de conseil en vote sur les pratiques de gouvernance;
- le degré de confiance accordé par les investisseurs institutionnels.

Les émetteurs ont presque tous demandé l'instauration d'une certaine forme de réglementation ou de surveillance des agences de conseil en vote. De nombreux émetteurs ont invoqué leurs propres expériences particulières quant à des recommandations de vote qui étaient fondées sur des renseignements inexacts ou une analyse erronée. L'étendue de la réglementation proposée par les émetteurs variait, certains émetteurs demandant une surveillance des agences de conseil en vote qui tient de la réglementation qui a été imposée aux agences de notation. D'autres étaient d'avis que les agences de conseil en vote pouvaient répondre à leurs préoccupations en adoptant volontairement de meilleures pratiques en matière de déclaration de conflits d'intérêts et d'engagement des actionnaires.

Les actionnaires commentant les propositions ont presque tous soutenu qu'il n'y avait pas lieu d'intervenir par voie réglementaire dans le rôle joué par les agences de conseil de vote. Les actionnaires ont généralement souligné le rôle important que jouaient les agences de conseil en vote en les aidant à prendre des décisions de vote éclairées et l'effet positif que les agences de conseil en vote avaient sur l'amélioration de l'engagement des actionnaires et de la gouvernance au Canada. Les actionnaires n'étaient généralement pas d'accord avec les perceptions très répandues voulant que les agences de conseil en vote aient une influence considérable sur l'issue du vote ou que les rapports des agences de conseil en vote soient fréquemment fondés sur des analyses erronées.

Les agences de conseil en vote elles-mêmes ont fourni des lettres de commentaires dans lesquelles elles ont expliqué leurs procédures internes de traitement de conflits, de rédaction de rapports et de recommandations de même que leurs procédures visant à assurer l'engagement de leur clientèle et des émetteurs. Tant ISS que Glass Lewis ont affirmé avoir pris des mesures au cours des dernières années pour répondre aux préoccupations du marché, particulièrement en ce qui concerne la déclaration de conflits d'intérêts éventuels et l'engagement auprès des émetteurs. Leurs lettres de commentaires constituent en fait une ressource utile pour les émetteurs et leurs

conseillers qui pourraient chercher à améliorer leur compréhension du mécanisme de recommandation des votes et de la manière d'intervenir auprès des agences de conseil en vote.

### **19. Émergence de la doctrine de l'équité dans les courses aux procurations**

Dans le cadre de toute course aux procurations au Canada, la possibilité pour les actionnaires de se prévaloir en vertu de la législation canadienne sur les sociétés du « recours en cas d'abus » constitue un élément important.<sup>18</sup> Les actionnaires peuvent se prévaloir de ce recours lorsque les administrateurs ont agi de manière à « porter atteinte » à leurs « attentes raisonnables », à « ne pas en tenir compte » ou à les « opprimer ». Dans le contexte d'une course aux procurations, les attentes raisonnables d'un actionnaire incluraient le droit d'exercer son privilège de vote sans ingérence ou contrainte indue de la part du conseil d'administration.

Le recours en cas d'abus confère aux tribunaux l'autorité et le pouvoir discrétionnaire de réparer un tort causé aux particuliers plaignants. Dans les cas d'abus, les tribunaux appliquent un « critère fondé sur les effets » et peuvent accueillir un recours même à défaut d'établissement de mauvaise foi ou de motif illégitime. Il n'est pas rare que les actionnaires dissidents invoquent un cas d'abus en réponse à des mesures prises par le conseil d'administration visé dans le contexte d'une course aux procurations. Des revendications gagnées peuvent entraîner l'invalidation d'un résultat obtenu à l'assemblée et l'obligation de tenir une nouvelle assemblée.

Dans *International Energy and Mineral Resources Investment (Hong Kong) Company Limited v. Mosquito Consolidated Gold Mines Limited*<sup>19</sup> (« Mosquito »), du mois d'août 2012, le recours en cas d'abus a été utilisé par un actionnaire dissident qui se plaignait que l'agence de sollicitation de procurations de la direction utilisait un système de vote par téléphone appelé « Télévote » par l'intermédiaire duquel les agents de sollicitation de procurations recevaient à vive voix au téléphone les instructions de vote des actionnaires qui étaient des petits investisseurs. En plus de conclure que l'utilisation de Télévote était abusive en raison du manque de sauvegarde pour veiller à ce que les instructions de vote puissent être authentifiées, le tribunal a également souligné que l'utilisation de Télévote par la partie de la direction après que les dissidents se soient manifestés et que la course soit amorcée a créé un déséquilibre évident entre la manière dont les votes de la direction et ceux du groupe dissident étaient recueillis, ce qui a eu pour effet de procurer à la direction un « avantage indu ».

L'affaire *Mosquito* confirme la valeur du recours en cas d'abus en tant qu'outil dont les dissidents peuvent se prévaloir pour contrer les mesures que la direction pourrait prendre pour se procurer un avantage dans le cadre d'une course aux procurations. L'affaire fait ressortir le besoin tant pour la direction que pour les dissidents d'instaurer un système de prise de votes équitable qui ne procure aucun avantage indu à l'une ou à l'autre des parties.

---

<sup>18</sup> LCSA, art. 241.

<sup>19</sup> 2012 BCSC 1191.