

RAPPORT DE DAVIES

GOVERNANCE

DAVIES

Rapport sur la gouvernance

2013



Davies Ward Phillips & Vineberg S.E.N.C.R.L., s.r.l. est un cabinet intégré qui compte environ 240 avocats et dont les bureaux sont situés à Montréal, à Toronto et à New York. Le cabinet, dont la pratique s'étend au-delà des frontières, est spécialisé en droit des affaires et se retrouve systématiquement au cœur des opérations commerciales et financières les plus importantes et les plus complexes pour le compte de ses clients.

→	4	Sommaire
<hr/>		
→	7	Base de données et méthodologie
<hr/>		
→	9	CHAPITRE 1
		Administrateurs et conseils d'administration
	11	Profil d'un administrateur
	12	Autres mandats d'administrateurs
	13	Femmes siégeant aux conseils
	18	Indépendance des administrateurs
	21	Taille du conseil
<hr/>		
→	23	CHAPITRE 2
		Rémunération des membres de la haute direction et des administrateurs
	25	Comment les administrateurs sont-ils rémunérés ?
	29	Questions touchant la rémunération du chef de la direction
	32	Vote consultatif sur la rémunération
<hr/>		
→	37	CHAPITRE 3
		Questions relatives au vote des actionnaires
	39	Faits nouveaux concernant le vote par procuration
	41	Rôle et réglementation des agences de conseil en vote
	46	Vote à la majorité et vote par administrateur
<hr/>		
→	53	CHAPITRE 4
		Initiatives des actionnaires
	55	L'activisme en tant que catégorie d'actifs en devenir
	57	Propositions d'actionnaires
	60	Demande de convocation d'assemblées d'actionnaires

- 63 Propositions de listes courtes de candidats : la nouvelle réalité
 - 65 Procuration générale : un outil important tant pour les émetteurs que pour les activistes
 - 67 Achat de votes et rémunération des candidats aux postes d'administrateurs
 - 71 Équilibre judiciaire des droits des actionnaires et du pouvoir du conseil
 - 77 Politiques et règlements de préavis
 - 79 Projets de modification de la déclaration de propriété véritable
-

 **83 CHAPITRE 5**

Surveillance des risques : les activités sur les marchés émergents

- 87 Le cas de SNC-Lavalin
 - 87 Nouvelle ère de mise en application de la loi au Canada
 - 89 Récente évolution législative
 - 90 Pratiques en matière de gestion du risque et marchés émergents
-

 **93 CHAPITRE 6**

Régimes de droits : gouvernance et changement de contrôle

- 95 Le débat actuel sur les régimes de droits
 - 96 Projet des ACVM : l'approche de la primauté des actionnaires
 - 98 Document de consultation de l'AMF : l'approche de la déférence pour le conseil
 - 99 Commentaires sur les projets de réglementation
-

 **101 Personnes-ressources**

Sommaire

Cette troisième édition du **Rapport de Davies** présente l'analyse faite par Davies des pratiques de gouvernance des sociétés ouvertes du Canada au cours de l'année 2013 et les tendances et les enjeux qui les ont influencées et façonnées.

Nous nous attendons à ce que 2014 soit une année active pour les questions de gouvernance, compte tenu de l'augmentation des demandes visant à instaurer la diversité au sein des conseils, du nombre accru de résolutions relatives au vote consultatif sur la rémunération et des nouvelles initiatives réglementaires entourant le vote par procuration et la réglementation des agences de conseil en vote. Nous prévoyons également la poursuite des discussions sur l'activisme actionnarial et de l'examen minutieux des outils et des stratégies employés par les émetteurs et les actionnaires.

Nous commençons notre rapport en dressant un portrait des conseils canadiens et de leurs membres au chapitre 1, **Administrateurs et conseils d'administration**. Nous nous attendons, y compris de la part des autorités de réglementation, à des demandes supplémentaires de réformes favorisant la diversité au sein des conseils et de la direction, y compris à plus long terme la promotion de la diversité raciale et ethnique parmi les chefs d'entreprises au Canada. Nous observons que le profil type d'un administrateur de société figurant dans l'indice TSX 60 demeure celui d'un homme au début de la soixantaine et que l'absence des femmes au sein des conseils canadiens continue d'être très marquée, avec seulement 10,5 % d'un sous-groupe de 3 275 sièges au conseil étant occupés par des femmes en 2013. Nous examinons également les différentes pistes de solution proposées par les autorités de réglementation et les investisseurs pour faire augmenter la présence des femmes aux conseils.

Dans le chapitre 2, **Rémunération des membres de la haute direction et des administrateurs**, nous passons en revue les pratiques de rémunération des membres de la haute direction et des administrateurs d'émetteurs canadiens et commentons les tendances que nous avons observées au cours des deux dernières années. Une tendance importante consiste en l'appui massif accordé aux pratiques de vote consultatif sur la rémunération en tant qu'outil permettant de favoriser l'engagement des actionnaires, particulièrement parmi les plus importants émetteurs canadiens. En 2013, un peu plus de 80 % des émetteurs du TSX 60 ont soumis des résolutions relatives au vote consultatif sur la rémunération, comparativement à seulement un peu plus de 50 % en 2011. Nous nous attendons à ce que la pratique du vote consultatif sur la rémunération gagne du terrain parmi les autres émetteurs figurant dans l'indice composé et l'indice des titres de petite capitalisation du TSX, en partie sous l'impulsion des investisseurs institutionnels, des agences de conseil en vote et des groupes consultatifs sur la gouvernance. Par ailleurs, nous prévoyons que les actionnaires seront de plus en plus à l'aise avec l'usage de ces pratiques pour

exprimer leur mécontentement à l'égard de la rémunération et des questions de gouvernance connexes, ce qui entraînerait plus de résultats négatifs des votes. Dans notre analyse, nous proposons des mesures que les conseils devraient prendre pour éviter d'être surpris par le résultat d'un vote consultatif sur la rémunération.

Dans le chapitre 3, **Questions relatives au vote des actionnaires**, nous faisons le point sur les initiatives des autorités de réglementation quant au vote par procuration et à la réglementation des agences de conseil en vote – deux domaines où on peut s'attendre à voir du nouveau en 2014. En 2013, les autorités de réglementation des valeurs mobilières du Canada se sont sensibilisées davantage aux enjeux et aux défis ayant trait au fonctionnement du système de vote par procuration que Davies a initialement exploré dans son document de travail de 2010 intitulé *The Quality of the Shareholder Vote in Canada* (disponible en anglais seulement). Nous passons également en revue la situation et l'évolution au cours des années des pratiques des émetteurs dans le domaine du vote à la majorité – pratique qui est maintenant établie fermement au Canada. Il reste à voir, toutefois, si la prédominance des pratiques de vote à la majorité se traduira par une augmentation du nombre d'actionnaires qui refusent d'accorder leur appui aux candidats de la direction. Nous nous attendons également à ce que, d'ici la fin de l'année en cours, le vote à la majorité obligatoire devienne la réalité, et nous analysons des tendances supplémentaires que nous prévoyons dans ce domaine, y compris une campagne plus intense pour la démission des administrateurs ayant manqué d'appui.

Les administrateurs de sociétés ouvertes canadiennes seront de plus en plus exposés à l'activisme actionnarial sous une forme ou une autre, de sorte qu'il importe plus que jamais qu'ils aient une bonne compréhension des motifs sous-jacents à l'activisme et des différentes stratégies et techniques employées par les émetteurs et les activistes dans le contexte de l'engagement des actionnaires. L'activisme actionnarial et le taux de succès des actionnaires dissidents ont poursuivi leur progression en 2013, le nombre de courses aux procurations au Canada passant de seulement cinq en 2003 à 30 depuis le début de l'année 2013. L'activisme est également en voie de devenir une nouvelle catégorie d'actifs notable. Dans le chapitre 4, **Initiatives des actionnaires**, nous explorons les diverses causes de ces tendances et certains des outils dont les émetteurs et les dissidents devraient prendre conscience, comme les propositions d'actionnaires et le droit de demander la convocation d'une assemblée, les propositions de listes courtes de candidats et les procurations générales. Notre analyse met en lumière les tendances et les enjeux clés qui apparaissent dans ce domaine, comme l'examen plus minutieux de l'« achat des votes », la rémunération des administrateurs par les dissidents et le « vote vide » ainsi que les avantages éventuels que procure aux émetteurs l'adoption

d'un règlement de préavis pour contrecarrer les embuscades par les dissidents. Nous faisons également l'analyse de la jurisprudence récente dans ce domaine.

L'accent marqué mis sur la manière dont les émetteurs actifs sur des marchés émergents gèrent les risques que nous avons observé en 2012 s'est maintenu jusqu'en 2013, accompagné d'importants faits nouveaux dans le domaine de la législation contre la corruption et de sa mise en application. Ces faits nouveaux, dont certains servent d'avertissement aux conseils faisant face à des défis similaires, sont soulignés dans le chapitre 5, **Surveillance des risques : les activités sur les marchés émergents**. Étant donné les mesures vigoureuses que le Canada prend pour combattre les pratiques de corruption à l'étranger, les conseils d'émetteurs, particulièrement ceux qui sont très actifs sur des marchés émergents, devraient évaluer soigneusement leurs méthodes de gestion des risques pour s'assurer qu'un système robuste et des pratiques appropriées sont en place pour gérer les risques liés à l'exercice d'activités dans des territoires étrangers.

Les conseils canadiens ont longtemps considéré les régimes de droits des actionnaires comme un outil éventuellement efficace pour répondre à des accumulations importantes d'actions ou à des offres publiques d'achat non sollicitées. Au cours des dernières années, les sociétés ont eu à composer avec l'incertitude entourant la question de savoir quand et si un régime de droits devait être annulé par suite de certaines décisions rendues par des autorités de réglementation en matière de régimes de droits. En réponse, en 2013, deux nouveaux projets de réglementation visant les « pilules empoisonnées » ont été présentés par les autorités de réglementation des valeurs mobilières du Canada : le premier ferait en sorte que la décision de savoir si un régime de droits doit ou non demeurer en place reviendrait aux actionnaires des émetteurs et le deuxième est axé sur les mesures de défense contre une offre publique et le témoignage d'une plus grande déférence pour l'exercice par les conseils de leurs devoirs fiduciaires. Dans le chapitre 6, **Régimes de droits : gouvernance et changement de contrôle**, nous analysons ces deux approches différentes et des arguments clés des deux côtés du débat. Chose importante, nous concluons que les deux approches auraient une incidence considérable sur la manière dont les administrateurs pourraient répondre aux offres de prise de contrôle, les stratégies employées par les initiateurs et les moyens relatifs dont les conseils et les initiateurs pourraient disposer à l'avenir.

Si vous souhaitez discuter de l'une des questions mentionnées dans ce rapport, veuillez communiquer avec l'un des associés de Davies dont le nom figure à la page des personnes-ressources.

→ Base de données et méthodologie

Les données de ce rapport proviennent des circulaires de sollicitation de procurations de 2013 déposées par 372 émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de Toronto (la « TSX ») et figurant, au 31 mai 2013, dans au moins un des indices suivants : l'indice composé et l'indice des titres à petite capitalisation. En tout, 2 383 émetteurs sont inscrits à la cote de la TSX. Bien que les 372 émetteurs figurant dans l'indice composé et l'indice des titres à petite capitalisation compris dans l'ensemble de notre étude ne représentent que 16 % du nombre total des émetteurs inscrits, ils représentent toutefois 82 % de la capitalisation boursière totale de la TSX¹.

Le texte qui suit décrit les indices pertinents étudiés dans ce rapport.

Indice composé : l'indice composé S&P/TSX (l'« indice composé ») englobe 238 émetteurs et est l'« indice de manchettes » ainsi que la principale mesure de l'ensemble du marché pour les marchés d'actions au Canada. Il comprend des actions ordinaires et des parts de fiducie de revenu². Parmi les 238 émetteurs figurant dans l'indice composé, cinq n'avaient pas déposé une circulaire de sollicitation de procurations pour la période visée par le rapport; notre analyse porte donc sur 233 sociétés de l'indice composé.

Le présent rapport mentionne deux composantes de l'indice composé :

- **TSX 60 :** l'indice S&P/TSX 60 (le « TSX 60 ») est un sous-ensemble de l'indice composé et comprend les 60 émetteurs les plus importants au chapitre de la capitalisation boursière au Canada.
- **Indice complémentaire :** l'indice complémentaire S&P/TSX (l'« indice complémentaire ») correspond à l'indice composé à l'exclusion des émetteurs du TSX 60. Il comprend 178 émetteurs. (Notre analyse ne porte que sur 173 des émetteurs figurant dans l'indice complémentaire car, comme nous l'avons mentionné ci-dessus, cinq émetteurs n'avaient pas de circulaire.)

Indice des titres à petite capitalisation : l'indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX (l'« indice des titres à petite capitalisation ») comprend 223 émetteurs dont 78 répondent aussi aux critères d'admissibilité quant à la capitalisation boursière et sont compris dans l'indice composé³. (Notre analyse

1 Au 31 mai 2013

2 Standard & Poor's, "S&P/TSX Canadian Indices Methodology" (September 2013), en ligne : <http://ca.spindices.com/documents/methodologies/methodology-sp-tsx-canadian-indices.pdf> (disponible en anglais seulement)

3 Pour être admissible à l'indice composé, un émetteur doit, au moment de déterminer son admissibilité, (i) représenter une pondération d'au moins 0,05 % de l'indice et (ii) avoir un cours moyen pondéré en fonction du volume de son action d'au moins 1 dollar. Pour être admissible à l'indice des titres à petite capitalisation, la capitalisation boursière de l'émetteur doit être d'au moins 100 millions de dollars et d'au plus 1,5 milliard de dollars.

Base de données et méthodologie

ne porte que sur 213 des émetteurs de l'indice des titres à petite capitalisation, car 10 émetteurs n'avaient pas de circulaire.)

Sauf indication contraire, les renvois à la législation canadienne en matière de personnes morales renvoient à la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (la « LCSA »).

01

Administrateurs et conseils d'administration

01

Administrateurs
et conseils
d'administration



Profil d'un administrateur

Comme nous l'avions rapporté en 2011, le profil type d'un administrateur d'un émetteur du TSX 60 correspond encore à celui d'un homme au début de la soixantaine, résident canadien, indépendant de la direction et siégeant au même conseil depuis les huit dernières années. Bien que l'administrateur type en 2011 siégeait au conseil de deux à quatre autres sociétés ouvertes, nous observons qu'en 2013 il ne siège qu'à un ou deux autres conseils et les conseils des autres sociétés ouvertes auxquels il siège ne sont probablement pas ceux d'émetteurs du TSX 60. En fait, seuls 73 administrateurs siègent à plus d'un conseil d'émetteur du TSX 60.

RÉSIDENCE

Les trois quarts (75 %) des administrateurs des émetteurs figurant dans l'indice composé sont résidents canadiens. Conformément à la tendance vers la mondialisation des entreprises et des marchés financiers, cette proportion représente une baisse par rapport au 78 % de 2011. Une baisse similaire s'observe dans le TSX 60, où la proportion est même inférieure (70 % en 2013 par rapport à 78 % en 2011). Quant à l'indice des titres à petite capitalisation, où la proportion des administrateurs résidents canadiens était traditionnellement inférieure à celle de l'indice composé, le pourcentage est demeuré constant à 81 %.

Dans la mesure où les administrateurs de l'indice composé sont recrutés dans d'autres territoires, ils proviennent habituellement (66 %) des États-Unis. Seulement 7 % des administrateurs des émetteurs de l'indice composé qui ne sont pas résidents canadiens proviennent du Royaume-Uni, 3 % de l'Australie et environ 2 % de la Chine, de Hong Kong et du Pérou. Ces proportions sont similaires pour les émetteurs du TSX 60⁴ et de l'indice des titres à petite capitalisation⁵.

ÂGE

Les administrateurs sont généralement des personnes expérimentées ainsi que dotées d'une solide réputation et d'un bagage de réussites et ils ont commencé leur carrière d'administrateur vers la moitié et la fin de leur cinquantaine. Comme en 2011, les administrateurs des émetteurs du TSX 60 sont généralement un peu plus âgés que ceux des émetteurs de l'indice

4 Pour les émetteurs du TSX 60, les administrateurs non résidents du Canada proviennent des États-Unis (69 %), du Royaume-Uni (9 %), de Hong Kong (3 %), de l'Australie (3 %) et du Mexique (2 %).

5 Pour les émetteurs de l'indice des titres à petite capitalisation, les administrateurs non résidents du Canada proviennent des États-Unis (63 %), du Royaume-Uni (5 %), de l'Australie (2 %) et du Pérou (2 %).



Le profil type d'un administrateur d'un émetteur du TSX 60 correspond encore à celui d'un homme au début de la soixantaine.

01

Administrateurs et conseils d'administration

complémentaire ou de l'indice des titres à petite capitalisation. Parmi les administrateurs du TSX 60, environ 36 % ont moins de 60 ans (35 % en 2011). Le pourcentage d'administrateurs de moins de 60 ans est plus élevé pour l'indice complémentaire (43 % en 2013 et 44 % en 2011) et pour l'indice des titres à petite capitalisation (48 % en 2013 et en 2011). Parmi les administrateurs du TSX 60, 35 % sont dans la fourchette de 50 à 60 ans (29 % en 2011). Cette proportion est comparable à celle des administrateurs de l'indice complémentaire et de l'indice des titres à petite capitalisation (39 % et 42 % en 2013, soit une légère hausse par rapport à 33 % et à 35 % en 2011, respectivement).

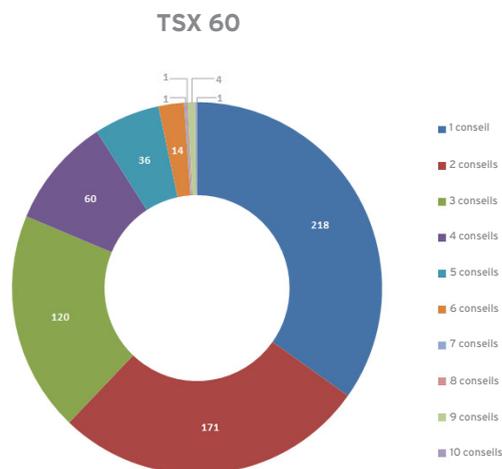
→ Autres mandats d'administrateurs

Si un administrateur occupe un poste au conseil d'un autre émetteur assujéti, l'émetteur est tenu d'identifier cet autre émetteur dans son information concernant la gouvernance, en partie pour repérer les cas d'administrateurs ayant trop d'activités parce qu'ils siègent au conseil d'un trop grand nombre de sociétés ouvertes.

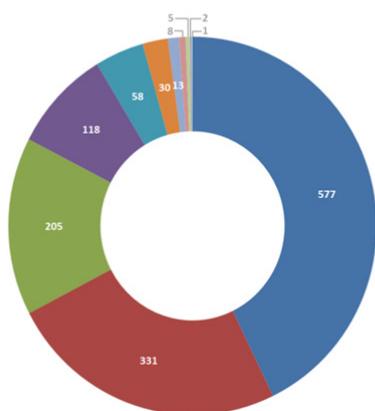
Depuis 2011, le nombre d'administrateurs du TSX 60, de l'indice complémentaire et de l'indice des titres à petite capitalisation siégeant à entre un et quatre conseils a augmenté, passant de 86 % à 92 %. Environ 57 % des administrateurs du TSX 60, 49 % de l'indice complémentaire et 43 % de l'indice des titres à petite capitalisation siègent à entre deux et quatre conseils.

On remarque aussi que moins d'administrateurs siègent à au moins six conseils en 2013 par rapport à 2011. Cette proportion est passée de 7 % à 3 % pour le TSX 60, de 8 % à 4 % pour l'indice complémentaire et de 9 % à 5 % pour l'indice des titres à petite capitalisation.

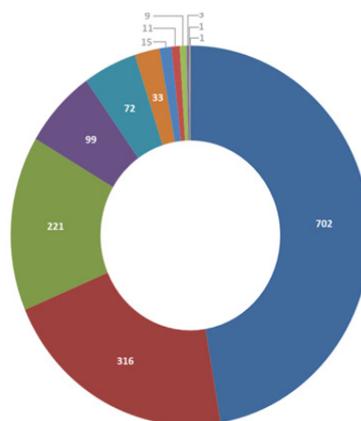
Les diagrammes page 13 indiquent le nombre de conseils auxquels les administrateurs siègent, selon l'information contenue dans les circulaires de sollicitation de procurations déposées par les émetteurs du TSX 60, de l'indice complémentaire et de l'indice des titres à petite capitalisation. Généralement, les administrateurs n'ont indiqué (et les diagrammes l'illustrent) que les conseils de sociétés ouvertes auxquels ils siègent. Comme les diagrammes le présentent, la plupart des administrateurs siègent à plus d'un conseil de société ouverte. Très peu siègent à plus de cinq conseils de sociétés ouvertes.



INDICE COMPLÉMENTAIRE



INDICE DES TITRES À PETITE CAPITALISATION



→ Femmes siégeant aux conseils

En 2013, la question de la diversité au sein des conseils des sociétés canadiennes a été encore davantage soulevée, notamment quant au nombre de femmes siégeant aux conseils et à la vitesse à laquelle elles accèdent à des fonctions de présidence une fois nommées au conseil.

Comme au cours des années précédentes, la représentation des femmes siégeant aux conseils est plus courante chez les émetteurs importants au Canada, soit ceux du TSX 60. Le nombre d'émetteurs du TSX 60 qui présentent au moins une candidate lors de l'élection par les actionnaires a augmenté pour passer de 88 % en 2011 à 90 % en 2013, tout comme le pourcentage

01

Administrateurs et conseils d'administration

d'émetteurs du TSX 60 qui ont présenté au moins deux candidates, qui est passé de 65 % à 72 %. Dans la même veine, le pourcentage d'émetteurs de l'indice complémentaire qui n'ont pas présenté une candidate a diminué, passant de 57 % en 2011 à 49 % en 2013. Cependant, le pourcentage de sociétés de l'indice des titres à petite capitalisation qui n'ont pas présenté une candidate a légèrement augmenté, passant de 65 % en 2011 à 67 % en 2013.

FEMMES PRÉSIDENTES DU CONSEIL ET DE COMITÉS DU CONSEIL

Le nombre de femmes occupant des fonctions de présidence a également augmenté. Ainsi, le nombre de présidentes de conseil est passé de 7 sur 360 émetteurs (2 %) de l'indice composé et de l'indice des titres à petite capitalisation en 2011 à 14 sur 372 émetteurs (4 %) en 2013. Il n'y a cependant toujours que deux femmes qui sont présidentes de conseil de sociétés du TSX 60 (3 %) : Barbara Stymiest (BlackBerry Limited) et Maureen Sabia (La Société Canadian Tire Limitée). Kathleen Taylor deviendra la troisième femme présidente de conseil d'une société du TSX 60 et la première femme à diriger le conseil d'une banque canadienne importante lorsqu'elle occupera son poste à la Banque Royale du Canada en janvier 2014.

Les 11 femmes présidentes de conseil d'une société de l'indice complémentaire et de l'indice des titres à petite capitalisation sont : Nancy Southern (ATCO Ltd. et Canadian Utilities Ltd.), Phyllis Yaffe (Cineplex Inc.), Patrice Merrin (CML Healthcare Inc.), Heather Shaw (Corus Entertainment Inc.), Lynn Loewen (Emera Inc.), Margery Cunningham (Extendicare Inc.), Rebecca MacDonald (Just Energy Group Inc.), Françoise Bertrand (Québecor Inc.), Kay Priestly (SouthGobi Resources Limited) et Isabelle Marcoux (Transcontinental Inc.).

Les femmes occupent également plus de fonctions de présidente de comités. En effet, en 2011, on dénombrait 12 femmes occupant le poste de présidente du comité d'audit, du comité de la rémunération ou du comité de gouvernance et des mises en candidature parmi des sociétés du TSX 60 et ce nombre a plus que doublé, pour s'établir à 25, en 2013. On observe aussi une augmentation, quoique plus modeste, du nombre de femmes présidentes de ces comités parmi des sociétés de l'indice complémentaire, qui est passé de 28 en 2011 à 32 en 2013, et de l'indice des titres à petite capitalisation, passé de 26 en 2011 à 28 en 2013.

Compte tenu du fait que certains émetteurs font partie de l'indice composé et de l'indice des titres à petite capitalisation, les femmes ne présidaient que 53 des plus de 1 500 comités de ces deux indices en 2011, comparativement à 85 sur presque 1 200 en 2013, démontrant une progression lente mais certaine du taux de femmes occupant des fonctions de présidence.

FAITS NOUVEAUX CONCERNANT LA DISPARITÉ ENTRE LES SEXES

Bien que la représentation féminine aux conseils et dans des fonctions de présidence au sein du conseil et des comités du conseil a légèrement augmenté au cours des deux dernières années, l'augmentation a été lente et l'importante disparité entre les sexes persiste. Sur les 3 275 sièges aux conseils d'émetteurs de l'indice composé et de l'indice des titres à petite capitalisation, seulement 343 (soit 10,5 %) d'entre eux étaient occupés par des femmes. Le pourcentage des postes aux conseils des sociétés du TSX 60 détenus par des femmes est 18,4 % et celui des sociétés de l'indice des titres à petite capitalisation est seulement 6,4 %. En 2013, 40 % des sociétés de l'indice composé et 65 % des émetteurs de l'indice des titres à petite capitalisation n'avaient aucune femme à leur conseil.

Au Canada, la question de l'absence de diversité au sein des conseils, particulièrement la diversité entre les sexes, attire de plus en plus l'attention des électeurs et des groupes d'intérêts. L'édition de février 2013 du *Financial Post* intitulée "2012 Catalyst Census: Financial Post 500 Women Senior Officers and Top Earners" (disponible en anglais seulement) conclut que le Canada se classe derrière d'autres pays en raison de l'augmentation relativement marginale du nombre de femmes occupant des postes de haute direction dans les sociétés ouvertes, qui est passé de 14,3 % en 2010 à 15 % en 2012.

Plus tôt en 2013, certains investisseurs institutionnels ont prédit que la diversité au sein des conseils serait une question de gouvernance importante pour l'année en cours. En janvier, le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario (« Teachers ») a publié une lettre soulignant que la diversité au sein des conseils est essentielle pour la création d'un conseil efficace et encourageait les autorités de réglementation à exiger des émetteurs qu'ils élaborent des politiques sur la diversité. Au mois de mai dernier, le ministre des Finances de l'Ontario, Charles Sousa, et la ministre déléguée à la Condition féminine alors en poste, Laurel Broten, ont demandé à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO ») qu'elle entreprenne un processus de consultation publique concernant les exigences d'information continue en matière de diversité entre les sexes.

Le 30 juillet 2013, la CVMO a publié le document de consultation du personnel de la CVMO 58-401 intitulé Exigences de divulgation concernant la représentation des femmes au sein des conseils d'administration et des équipes de direction (disponible en anglais seulement). Le document de consultation vise à obtenir les commentaires des investisseurs, des émetteurs, d'autres participants au marché et des conseillers sur les pratiques et les politiques efficaces pour augmenter le nombre de femmes au sein des conseils d'administration, les exigences de divulgation les plus appropriées et les plus efficaces ainsi que les



En 2013, seulement 10,5 % des sièges aux conseils d'émetteurs de l'indice composé et de l'indice des titres à petite capitalisation étaient occupés par des femmes.

01

Administrateurs et conseils d'administration

Débat : modèle de divulgation ou quotas obligatoires de femmes au sein du conseil.

types de renseignements de nature qualitative que les émetteurs devraient publier et les commentaires sur le projet de modèle « se conformer ou s'expliquer ».

Le projet de modèle « se conformer ou s'expliquer » de la CVMO exige des émetteurs non émergents qu'ils publient annuellement des renseignements sur les quatre sujets suivants : (1) leurs politiques relatives à la représentation des femmes au sein de leur conseil et de leur équipe de direction; (2) la prise en compte de la représentation des femmes dans le cadre du processus de sélection des administrateurs; (3) la prise en compte de la représentation des femmes dans le cadre du processus d'évaluation du conseil; (4) certains renseignements de nature quantitative relatifs à la représentation des femmes au sein de l'entreprise, du conseil et de l'équipe de direction. L'émetteur qui a adopté une telle politique devra répondre aux exigences suivantes :

- soumettre un sommaire des clauses importantes ou communiquer le texte intégral de la politique;
- énoncer comment la politique cherche à promouvoir la participation des femmes au sein du conseil et de l'équipe de direction;
- expliquer comment la politique est mise en œuvre;
- décrire les objectifs mesurables aux termes de la politique;
- communiquer le progrès annuel et cumulatif réalisé par l'émetteur dans le cadre de l'atteinte de ces objectifs;
- décrire comment le conseil mesure l'efficacité de la politique.

L'émetteur qui n'a pas adopté une telle politique devra en expliquer les raisons et identifier les risques ou les coûts de renonciation liés à sa décision de ne pas adopter une politique.

La CVMO a reçu plus de 40 réponses au cours de la période de commentaires et, dans l'ensemble, les commentaires appuyaient fortement l'initiative prise par la CVMO d'augmenter la diversité au sein des conseils, plus particulièrement la représentation des femmes au sein des conseils et des équipes de direction.

Les adeptes du modèle « se conformer ou s'expliquer » estiment que ce modèle aura au moins pour effet d'assurer la transparence, d'encourager une évolution plus rapide et de favoriser l'adoption de règles plus strictes si nécessaire. Certains répondants ont encouragé la CVMO à adopter une approche élargie quant à la diversité au sein des conseils et d'inclure tous les groupes sous-représentés.

Quelques commentaires négatifs recommandaient vivement à la CVMO de ne pas adopter un modèle formel parce que cela limitera la capacité du conseil d'agir dans l'intérêt de la société et pourrait obliger les conseils à nommer

des candidats moins compétents. Ces opposants croient que l'initiative de la CVMO ne constituera qu'une mesure symbolique et entraînera éventuellement l'adoption de quotas restreignant les sociétés dans leur choix des candidats les plus compétents.

Certains observateurs sont d'avis que les quotas obligatoires sont trop restrictifs et proposent plutôt que l'adoption d'un règlement exigeant que des femmes constituent la moitié d'une présélection des candidats visant à combler une vacance au conseil serait plus efficace. Les opposants soutiennent que les règles actuelles en matière d'information que prévoit le *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance*, lequel oblige les émetteurs à décrire le processus suivant lequel le conseil identifie les nouveaux candidats, sont suffisantes, en partant du principe que les sociétés devraient être en mesure d'agir d'elles-mêmes sans être soumises à une réglementation qui limite arbitrairement les conseils.

En octobre 2013, Teachers a présenté une lettre à la CVMO énonçant une proposition visant à augmenter le nombre d'administrateurs féminins aux conseils de sociétés canadiennes. Teachers estime que le modèle volontaire « se conformer ou s'expliquer » est inadéquat, car les efforts volontaires déployés par les sociétés canadiennes jusqu'ici n'ont apporté que peu ou pas de changement à la diversité au sein des conseils. Il y a deux ans, le Royaume-Uni a lancé un modèle semblable à celui que propose la CVMO et, bien que l'initiative ait initialement occasionné une augmentation du nombre de femmes au sein des conseils, cette augmentation stagne et le Royaume-Uni envisage maintenant d'adopter des quotas obligatoires. Le régime de retraite s'inquiète du fait que les sociétés utiliseraient des prétextes, comme celui de ne pas être mesure de trouver des femmes compétentes pour occuper des postes au sein du conseil, pour expliquer l'absence de représentation féminine. Par conséquent, Teachers propose de radier de la cote de la TSX les sociétés qui ne comptent pas au moins trois femmes parmi leurs administrateurs d'ici 2020. Cette proposition repose sur des recherches démontrant que les sociétés prennent de meilleures décisions lorsque leur conseil est diversifié et sur le point de vue qu'un minimum de trois femmes au sein du conseil est nécessaire pour tirer profit de la diversité au sein du conseil. Teachers compte actuellement quatre femmes à son conseil, y compris Eileen Mercier au poste de présidente.

Même si la CVMO n'a pas encore publié ses recommandations, elle a joué un rôle de mobilisation en prenant au sérieux la diversité entre les sexes. Comme il a déjà été mentionné, le 31 août 2013, la Banque Royale du Canada a annoncé la nomination de Kathleen Taylor comme sa prochaine présidente du conseil, faisant d'elle la première femme à diriger le conseil d'une importante banque canadienne et ouvrant éventuellement la voie à une meilleure diversité entre les sexes aux conseils des sociétés canadiennes. Nous assistons au début d'une

01

Administrateurs et conseils d'administration

nouvelle ère au cours de laquelle plus de femmes occuperont probablement des fonctions de présidence clés au sein des conseils, et l'efficacité des conseils et des marchés financiers au Canada devrait augmenter en raison de la diversité. Toutefois, les initiatives ne s'arrêteront probablement pas à ce niveau. À moyen et long terme, nous nous attendons à entendre d'autres voix réclamant des réformes visant à favoriser la diversité au sein des conseils et de la direction en général, y compris la promotion de la diversité raciale et ethnique au sein de la direction des sociétés ouvertes canadiennes.

→ **Indépendance des administrateurs**

Le besoin pour un émetteur d'avoir un conseil d'administration qui est indépendant vis-à-vis de la direction demeure un sujet d'actualité en matière de gouvernance. Si les membres de la direction dominent le conseil, on peut s'inquiéter que le conseil ne soit pas en mesure de superviser efficacement la direction. L'indépendance peut aussi être compromise si un administrateur (comme un consultant) a une relation étroite avec l'émetteur, laquelle est contrôlée par la direction. De plus en plus, les questions fusent à savoir si l'accent mis sur l'indépendance a été poussé trop loin et si la composition du conseil devrait être équilibrée par la présence de plus d'administrateurs possédant une expérience spécifique du secteur, sans égard à leur indépendance vis-à-vis de la direction.

COMBIEN D'ADMINISTRATEURS INDÉPENDANTS UN ÉMETTEUR DEVRAIT-IL AVOIR ?

Les autorités de réglementation des valeurs mobilières du Canada recommandent qu'au moins la majorité des administrateurs soient indépendants. De nombreux investisseurs institutionnels recommandent également que le conseil soit composé en majorité d'administrateurs indépendants, mais ils ne s'abstiendront généralement pas de voter pour un administrateur ou une liste de candidats à moins qu'ils ne croient que l'absence d'indépendance a une incidence négative sur la capacité du conseil d'agir dans l'intérêt de la société. Institutional Shareholder Services (« ISS ») recommande à ses clients de s'abstenir de voter dans les cas où les administrateurs indépendants ne constituent pas la majorité du conseil d'un émetteur inscrit à la cote de la TSX. La Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises va encore plus loin en recommandant que le conseil soit composé aux deux tiers par des administrateurs indépendants.

CONFORMITÉ AUX ATTENTES D'INDÉPENDANCE

Comme nous l'avons rapporté en 2011, les émetteurs de l'indice composé maintiennent généralement l'indépendance de leur conseil à un niveau qui surpasse largement la proportion de 50 % recommandée par les autorités de réglementation, les investisseurs et les agences de conseil en vote et même au-delà des deux tiers recommandés par la Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises. Le pourcentage d'administrateurs des émetteurs de l'indice composé qui, en moyenne, sont indépendants vis-à-vis de la direction est demeuré relativement constant (77 % en 2011 et 76 % en 2013). Le pourcentage est plus élevé parmi les sociétés du TSX 60, atteignant 82 % en 2011 et 83 % en 2013.

Parmi les émetteurs de l'indice composé, cinq n'ont pas un conseil composé en majorité d'administrateurs indépendants. La plupart de ceux-ci n'expliquent pas cette situation et il n'existe aucune exigence réglementaire concernant une telle information. L'exigence consiste à avoir à divulguer si le conseil est composé ou non en majorité d'administrateurs indépendants. Si la majorité des administrateurs ne sont pas indépendants, l'émetteur est tenu de décrire ce que le conseil d'administration fait pour favoriser l'indépendance de son jugement dans l'exécution de son mandat. Cette information indique généralement que les administrateurs indépendants tiennent des réunions à huis clos à la fin de chaque réunion périodique, ou des réunions distinctes, et ce, hors de la présence des administrateurs non indépendants et des membres de la direction, que les discussions entre les administrateurs indépendants se tiennent sous la présidence d'un administrateur principal indépendant. Cela garantit ainsi le fonctionnement indépendant du conseil vis-à-vis de la direction et que les conflits réels et potentiels sont soumis aux administrateurs indépendants.

INDÉPENDANCE DU PRÉSIDENT

La séparation des postes de chef de la direction et de président du conseil est une pratique de gouvernance mise de l'avant comme une mesure pour encourager l'indépendance du conseil vis-à-vis de la direction. Beaucoup plus de sociétés de l'indice composé ont adopté cette pratique en 2013 (environ 85 % par rapport à 60 % en 2011) et les résultats sont similaires pour le TSX 60 et l'indice des titres à petite capitalisation. Bien qu'il soit généralement recommandé que, lorsque le président du conseil est le chef de la direction ou est par ailleurs non indépendant de la direction, le conseil devrait nommer un administrateur principal assurant la communication entre la direction et les administrateurs indépendants, environ le tiers des émetteurs dont le président du conseil n'est pas indépendant (parce qu'il est membre de la direction ou pour une autre raison) n'ont toujours pas d'administrateur principal.

01

Administrateurs et conseils d'administration

QUESTIONS TOUCHANT LES SOCIÉTÉS CONTRÔLÉES

Les normes d'indépendance établies par les autorités de réglementation du Canada prévoient que les dirigeants et les administrateurs d'un actionnaire majoritaire ne sont pas indépendants. Le *Règlement 52-110 sur le comité d'audit* n'exclut pas les administrateurs externes des membres du même groupe, mais le *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* les exclut dans le cadre de l'examen de certaines opérations entre parties liées.

En 2013, le nombre d'émetteurs de l'indice composé ayant un actionnaire majoritaire (soit un actionnaire détenant plus de 50 % des actions avec droit de vote) demeure important, soit à 26 émetteurs (11 %) et démontre qu'il est toujours pertinent de se préoccuper des questions relatives aux sociétés contrôlées. En effet, sur la question du rendement de la direction et de la société, les intérêts de l'actionnaire majoritaire sont harmonisés avec ceux des autres actionnaires, alors que, sur la question de savoir comment le conseil traite des opérations entre parties liées auxquelles l'actionnaire majoritaire est partie, les intérêts de l'actionnaire majoritaire diffèrent de ceux des autres actionnaires.

Les structures à double catégorie mises en place par de nombreuses sociétés ouvertes soulèvent des questions de gouvernance qui vont au-delà de celles des autres sociétés contrôlées. Il s'agit de questions complexes du fait que l'actionnaire majoritaire ne détient généralement pas une participation dans le capital-actions de l'émetteur proportionnée à ses droits de vote. Au cours des deux dernières années, le nombre d'émetteurs dotés d'une structure à double catégorie a en général diminué. En 2013, cinq sociétés du TSX 60 avaient une structure à double catégorie comparativement à neuf en 2011; une diminution similaire s'observe chez les sociétés de l'indice des titres à petite capitalisation où le nombre d'émetteurs dotés d'une structure à double catégorie est passé de 15 à 12. Toutefois, pendant ce temps, on observe une hausse des émetteurs dotés d'une structure à double catégorie à l'indice complémentaire (12 en 2011 et 15 en 2013).

La question de la structure à double catégorie a beaucoup retenu l'attention récemment, soit en septembre 2013, lorsque la Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises (« la Coalition canadienne ») a émis un nouvel ensemble de lignes directrices. Dans sa publication, la Coalition canadienne traite des avantages et des désavantages d'une structure à double catégorie et présente des lignes directrices, qui selon elle, apportent un équilibre entre les points de vue opposés. Les lignes directrices visent principalement les nouvelles sociétés envisageant d'adopter une structure à double catégorie dans le cadre

de leur premier appel public à l'épargne, mais la Coalition canadienne encourage aussi les sociétés existantes à considérer l'application des principes énoncés.

Quant à l'élection des administrateurs, les lignes directrices de la Coalition canadienne prévoient que les porteurs d'actions à droit de vote multiple ne devraient avoir le droit de nommer que le nombre d'administrateurs correspondant au moindre des nombres suivants : (i) les deux tiers du conseil; (ii) le nombre obtenu lorsque la taille du conseil est multipliée par le pourcentage du total des droits de vote détenus par les porteurs d'actions à droit de vote multiple; (iii) le tiers du conseil si les porteurs d'actions à droit de vote multiple sont « apparentés » à la direction de la société contrôlée. Les lignes directrices de la Coalition canadienne recommandent également que les porteurs d'actions à droit de vote multiple détiennent une « participation significative » dans la société (un ratio de quatre droits de vote d'actions à droit de vote multiple pour une action à droit de vote subalterne satisfierait généralement à ce critère).

Les lignes directrices prévoient également que les structures à double catégorie devraient être éliminées et que les actions à droit de vote multiple devraient être échangées contre des actions à droit de vote subalterne selon un ratio de quatre pour une à un moment opportun, que déterminerait le conseil de la société dotée d'une structure à double catégorie et, si possible, aux termes des statuts de la société dotée d'une structure à double catégorie, sauf si le maintien de la structure à double catégorie est approuvé par une majorité des porteurs d'actions à droit de vote subalterne votant en tant que catégorie tous les cinq ans. En outre, la Coalition canadienne formule les recommandations suivantes : (i) les émetteurs assujettis ne devraient pas avoir d'actions ordinaires sans droit de vote; (ii) toutes les sociétés dotées d'une structure à double catégorie, peu importe qu'elles soient inscrites à la cote de la TSX ou non, devraient avoir des clauses de protection; (iii) un porteur d'actions à droit de vote multiple ne devrait pas être autorisé à monétiser ses actions en concluant des opérations sur des produits dérivés; (iv) aucune prime ne devrait être versée aux porteurs d'actions à droit de vote multiple dans le cadre de l'élimination de la structure à double catégorie.

→ Taille du conseil

La taille appropriée d'un conseil d'administration est un problème d'équilibre et est fonction d'un certain nombre de facteurs, y compris la capitalisation boursière, la complexité des activités de l'émetteur, la représentation par des actionnaires importants ou majoritaires et le besoin de combler les postes des comités du conseil.

On ne s'étonnera pas de constater que les émetteurs importants ont généralement de grands conseils. Conformément à notre rapport de 2011,

01

Administrateurs et conseils d'administration

la presque totalité des émetteurs du TSX 60 (95 %) compte au moins neuf membres à leur conseil. La taille des conseils des émetteurs de l'indice complémentaire et de l'indice des titres à petite capitalisation est en grande partie demeurée identique entre 2011 et 2013, le pourcentage d'émetteurs comptant au moins neuf membres demeurant constant à 46 % pour l'indice complémentaire et étant légèrement inférieur pour l'indice des titres à petite capitalisation, passant de 30 % à 25 %.

TAILLE MOYENNE DES CONSEILS (NOMBRE D'ADMINISTRATEURS)

	2011	2012	2013
TSX 60	12	13	12
Indice complémentaire	9	9,3	8,9
Indice des titres à petite capitalisation	8	7,9	7,6

La taille des conseils varie grandement parmi les émetteurs du TSX 60. Environ 57 % des conseils de ces émetteurs comptaient entre 9 et 12 membres. Un pourcentage très appréciable, même s'il est passé de 44 % en 2011 à 38 % en 2013, comptait au moins 13 membres.

Les émetteurs de l'indice complémentaire ont généralement des conseils de plus petite taille. Plus de la moitié (57 %) des conseils de ces émetteurs comptaient entre 7 et 9 membres. Bien qu'en 2011 le conseil d'un émetteur de l'indice complémentaire n'ait compté que 4 membres, en 2013, le plus petit conseil comptait 5 membres. Toutefois, certains émetteurs de l'indice complémentaire ont des conseils plus importants : 27 % (légèrement à la hausse par rapport à 25 % en 2011) comptent de 10 à 14 membres à leur conseil. De plus, le conseil de cinq émetteurs de l'indice complémentaire comptait au moins 15 membres.

La taille des conseils des émetteurs de l'indice des titres à petite capitalisation n'a pas changé de façon significative depuis 2011, presque les deux tiers des émetteurs (65 %) comptant encore entre 6 à 8 membres à leur conseil. La plupart des autres (25 %) ont des conseils plus importants, comptant de 9 à 13 membres.

02

Rémunération des membres de la haute direction et des administrateurs

02

Rémunération des membres de la haute direction et des administrateurs



En 2013, les questions portant sur la rémunération sont toujours au centre des discussions sur la gouvernance. Dans ce chapitre, nous examinons l'évolution des pratiques de rémunération chez les émetteurs canadiens pour les membres de la direction et les administrateurs, deux groupes dont la rémunération est très différente.

→ Comment les administrateurs sont-ils rémunérés ?

Le principe fondamental du droit des sociétés au Canada quant à la rémunération des administrateurs établit que les administrateurs peuvent fixer leur propre rémunération, les règles en matière de conflit d'intérêts qui s'appliqueraient normalement aux questions auxquelles ils ont un intérêt personnel ne s'appliquant pas dans ce cas. Le plus souvent, les administrateurs reçoivent une provision sur honoraires annuels, majorée des honoraires pour chaque réunion à laquelle ils assistent (appelés indemnité journalière ou jetons de présence). Dans environ le tiers des cas, les émetteurs figurant dans l'indice composé et l'indice des titres à petite capitalisation paient des honoraires à forfait à leurs administrateurs, sans l'ajout de jetons de présence. Quant aux émetteurs du TSX 60, le pourcentage des émetteurs qui ont une structure de rémunération sous forme d'honoraires à forfait pour leurs administrateurs est légèrement supérieur, soit de 38 %.

Les administrateurs reçoivent aussi habituellement une forme de rémunération fondée sur des actions. Dans certains cas, les administrateurs peuvent choisir de recevoir une tranche ou la totalité de leur rémunération en espèces sous forme d'actions (ou, comme il est mentionné ci-après, sous forme d'actions fictives). Dans d'autres cas, la rémunération fondée sur des actions est en sus de la provision sur honoraires annuels et de l'indemnité journalière. Les administrateurs qui sont également dirigeants ou employés de l'émetteur (comme le chef de la direction) ne reçoivent généralement aucune rémunération pour siéger au conseil en sus de leur rémunération à titre de membre de la haute direction.

PROVISION SUR HONORAIRES ANNUELS

La provision sur honoraires annuels vise généralement à rémunérer les administrateurs qui s'engagent à siéger au conseil et pour la grande partie des activités liées au conseil survenant hors des réunions (et par conséquent non couvertes par l'indemnité journalière). Les administrateurs peuvent aussi recevoir une provision supplémentaire pour leur participation à un comité.

02

Rémunération des membres de la haute direction et des administrateurs

Le montant de la provision sur honoraires annuels suit une tendance à la hausse. Bien qu'en 2011, 70 % des administrateurs des émetteurs du TSX 60 recevaient une provision sur honoraires annuels d'au moins 50 000 dollars, ce pourcentage est passé à 90 % en 2013. De la même manière, le pourcentage des administrateurs des émetteurs du TSX 60 recevant une provision sur honoraires annuels supérieure à 100 000 dollars a augmenté, passant de 40 % en 2011 à 65 % en 2013. Ce montant constitue le double de la provision sur honoraires annuels généralement versée aux administrateurs d'autres émetteurs figurant dans l'indice composé.

On observe une tendance similaire chez le reste des émetteurs de l'indice composé. Bien qu'en 2011 plus de 75 % des administrateurs des émetteurs figurant dans l'indice complémentaire recevaient une provision sur honoraires annuels d'au plus 50 000 dollars, ce pourcentage a diminué à 57 % en 2013, ce qui indique qu'un plus grand nombre d'administrateurs reçoivent maintenant une provision sur honoraires annuels supérieure au point de référence de 50 000 dollars. Quant aux émetteurs figurant dans l'indice des titres à petite capitalisation, le pourcentage d'administrateurs qui reçoit une provision sur honoraires annuels d'au plus 50 000 dollars se maintient légèrement au-dessus du 75 %.

Des honoraires peuvent également être versés aux administrateurs qui siègent à des comités spéciaux.

HONORAIRES DES PRÉSIDENTS DU CONSEIL

Le président du conseil reçoit généralement une provision sur honoraires annuels supérieure à celle des autres administrateurs reflétant les heures supplémentaires que le président doit consacrer à planifier et à présider les réunions ainsi qu'à la coordination entre la direction et le conseil. Les quelques observations suivantes témoignent d'une tendance à la baisse de la rémunération du président du conseil des émetteurs du TSX 60 et d'une tendance à la hausse de celle du président du conseil des émetteurs de l'indice complémentaire et de l'indice des titres à petite capitalisation.

Présidents du conseil des émetteurs du TSX 60 :

- Le pourcentage des présidents du conseil dont la provision sur honoraires annuels est supérieure à 550 000 dollars a diminué, passant de plus de 10 % en 2011 à seulement 5 % en 2013.
- De la même façon, le pourcentage des présidents du conseil dont la provision sur honoraires annuels est supérieure à 350 000 dollars est passé de 33 % en 2011 à 23 % en 2013.

- En 2013, la plupart des présidents du conseil recevaient encore une provision sur honoraires annuels d'au moins 250 000 dollars, mais ce pourcentage a chuté de façon importante passant de 75 % en 2011 à 58 % en 2013, ce qui témoigne d'une tendance à la baisse.

Présidents du conseil des émetteurs de l'indice complémentaire :

- En 2011, un et, en 2013, six présidents du conseil ont reçu une provision sur honoraires annuels supérieure à 350 000 dollars.
- Parallèlement, le pourcentage des présidents qui ont reçu une provision sur honoraires annuels inférieure à 100 000 dollars a diminué, passant de presque 80 % en 2011 à 56 % en 2013, ce qui reflète une tendance à la hausse de la rémunération des présidents du conseil de l'indice complémentaire.

Présidents du conseil des émetteurs de l'indice des titres à petite capitalisation :

- Le pourcentage des présidents du conseil ne recevant aucune rémunération supplémentaire est demeuré relativement constant (34 % en 2011 et 35 % en 2013).
- En 2011, les présidents du conseil d'environ 40 % des émetteurs de l'indice des titres à petite capitalisation et, en 2013, les présidents du conseil d'environ 46 % d'entre eux ont reçu une provision sur honoraires annuels de plus de 50 000 dollars, cinq émetteurs en 2011 et sept émetteurs en 2013 versant à leur président du conseil une provision sur honoraires annuels de 250 000 dollars à 350 000 dollars, ce qui témoigne d'une tendance à la hausse de la provision sur honoraires annuels des présidents du conseil des émetteurs de l'indice des titres à petite capitalisation.

Ces tendances démontrent que l'écart entre la rémunération du président du conseil des grands et des petits émetteurs se resserre, et ce, aux deux extrémités de l'échelle.

HONORAIRES DES PRÉSIDENTS DE COMITÉ

Dans la plupart des cas, la provision sur honoraires annuels du président du comité d'audit des émetteurs du TSX 60 (75 % en 2011 et 73 % en 2013) et des émetteurs de l'indice complémentaire (69 % en 2011 et 75 % en 2013) continue d'être supérieure à celle des autres présidents de comité, comme on s'y attend étant donné la nature de la charge de travail du comité d'audit. Les émetteurs de l'indice des titres à petite capitalisation suivent cette tendance en versant une provision sur honoraires annuels supérieure aux membres du comité d'audit, atteignant 71 % en 2013 par rapport à 56 % en 2011.

L'écart entre la rémunération du président du conseil des grands et des petits émetteurs tend à se resserrer.

02

Rémunération des membres de la haute direction et des administrateurs

Il est inhabituel pour l'administrateur d'un important émetteur canadien de recevoir des options.

JETONS DE PRÉSENCE

Les jetons de présence (ou l'indemnité journalière) sont un montant payé à un administrateur pour chaque réunion à laquelle il participe. Le montant moyen d'indemnité journalière versé par les émetteurs du TSX 60, de l'indice composé et de l'indice des titres à petite capitalisation est d'environ 1 000 dollars. Certains émetteurs paient à leurs présidents de comité une indemnité journalière supplémentaire s'ils doivent accomplir des tâches pour le comité entre les réunions ou peuvent payer à un administrateur une indemnité journalière s'il se charge d'une tâche particulière. Certains émetteurs paient aussi des frais de déplacement pour rémunérer les administrateurs pour leur temps s'ils ont une longue distance à franchir pour participer aux réunions du conseil ou des comités.

RÉMUNÉRATION FONDÉE SUR DES ACTIONS

Les administrateurs peuvent recevoir une forme de rémunération fondée sur des actions au lieu d'espèces (à leur choix) ou en sus des paiements en espèces. Depuis quelques années déjà, les investisseurs sont généralement contre l'octroi d'options aux administrateurs, croyant que les options alignent les intérêts des administrateurs sur ceux de la direction plutôt que sur ceux des actionnaires. Bon nombre d'investisseurs institutionnels sont contre l'octroi d'options d'achat d'actions aux administrateurs. L'Office d'investissement du régime de pensions du Canada (l'« Office d'investissement du RPC ») fait remarquer que la propriété directe d'actions est plus efficace et efficiente pour aligner les intérêts des administrateurs sur ceux des actionnaires. L'Office d'investissement du RPC souligne également que l'octroi d'options d'achat d'actions aux administrateurs est inapproprié (pour les mêmes raisons) et que la rémunération fondée sur des actions assujettie à des conditions de rendement ou à des périodes d'acquisition (autres que les unités d'actions différées) est inappropriée pour les administrateurs.

Il serait maintenant inhabituel pour l'administrateur d'un important émetteur canadien de recevoir des options. Par exemple, seulement trois émetteurs du TSX 60 en 2011 et deux en 2013 ont déclaré avoir octroyé des options à leurs administrateurs. Quoique les plus petits émetteurs, pour lesquels il peut s'avérer difficile de payer leurs administrateurs ou de les payer entièrement en espèces, continuent d'octroyer des options, le taux d'octroi d'options diminue même si ce n'est que modestement. Le pourcentage des sociétés de l'indice complémentaire qui octroient des options d'achat d'actions à leurs administrateurs a diminué, passant de 37 % en 2011 à 34 % en 2013; quant aux sociétés de l'indice des titres à petite capitalisation, le pourcentage est passé de plus de 50 % à 46 % au cours de la même période.

Les unités d'actions différées (les « UAD ») continuent d'être la forme la plus courante de rémunération fondée sur des actions pour les émetteurs du TSX 60 (90 % en 2011 et 85 % en 2013). Le taux d'utilisation d'UAD pour les émetteurs de l'indice complémentaire et de l'indice des titres à petite capitalisation est moindre, mais a connu une légère hausse (50 % en 2011 par rapport à 58 % en 2013 pour les émetteurs de l'indice complémentaire et 26 % en 2011 par rapport à 36 % en 2013 pour les émetteurs de l'indice des titres à petite capitalisation).

EXIGENCE DE PROPRIÉTÉ D' ACTIONS POUR LES ADMINISTRATEURS

Les émetteurs ont maintenant l'habitude d'adopter des lignes directrices sur la propriété d'actions pour les administrateur qui obligent ces derniers à détenir des actions ou à recevoir une rémunération fondée sur des actions, comme les UAD, dont la valeur correspond à un multiple de leur provision sur honoraires annuels. Tous les émetteurs du TSX 60 ont déclaré une forme quelconque d'exigence de propriété d'actions pour les administrateurs en 2013, comparativement à 59 émetteurs en 2011. Le nombre d'émetteurs de l'indice complémentaire qui ont adopté une politique de propriété d'actions pour les administrateurs a aussi augmenté, passant de 69 % en 2011 à 78 % en 2013 et le nombre d'émetteurs de l'indice des titres à petite capitalisation qui ont adopté une politique de propriété d'actions pour les administrateurs est passé de 44 % en 2011 à 46 % en 2013. Nous avons également observé une hausse du multiple de l'exigence de propriété d'actions (3,57 fois la provision sur honoraires annuels en 2011 et 3,88 fois la provision sur honoraires annuels en 2013 chez les émetteurs du TSX 60, 3,16 fois en 2011 par rapport à 3,37 fois en 2013 chez les émetteurs de l'indice complémentaire et 3,12 fois en 2011 par rapport à 3,37 fois en 2013 chez les émetteurs de l'indice des titres à petite capitalisation).



Les émetteurs ont maintenant adopté des lignes directrices sur la propriété d'actions pour les administrateurs qui obligent ces derniers à détenir des actions ou à recevoir une rémunération fondée sur des actions, comme les UAD, dont la valeur correspond à un multiple de leur provision sur honoraires annuels.

→ Questions touchant la rémunération du chef de la direction

La rémunération du chef de la direction est généralement établie par un comité de la rémunération entièrement indépendant ou par le conseil d'administration sur la recommandation de ce comité. Les comités de la rémunération retiennent souvent les services de consultants experts en rémunération pour leur fournir une analyse comparative. Les décisions concernant la rémunération du chef de la direction sont également influencées par les lignes directrices établies par

02

Rémunération des membres de la haute direction et des administrateurs

les agences de conseil en vote comme ISS et Glass Lewis & Co., LLC (« Glass Lewis »).

La réglementation canadienne en valeurs mobilières exige la divulgation complète de la rémunération des membres de la haute direction et plus particulièrement celle du chef de la direction. La rémunération du chef de la direction comprendra généralement un salaire de base, des primes en espèces et une rémunération à long terme fondée sur des actions. Le chef de la direction recevra aussi d'autres formes de rémunération comme une allocation d'automobile, des avantages comme une couverture d'assurance et des avantages indirects.

RÉMUNÉRATION EN ESPÈCES

La rémunération moyenne en espèces (salaire et primes) des chefs de la direction qui a été déclarée cette année a diminué chez les émetteurs du TSX 60 et de l'indice des titres à petite capitalisation, mais a augmenté chez ceux de l'indice complémentaire par rapport à il y a deux ans. La rémunération moyenne en espèces des chefs de la direction pour les sociétés du TSX 60 était de 2,76 millions de dollars en 2013, comparativement à 2,88 millions de dollars en 2011. La proportion entre le salaire de base et les primes a légèrement augmenté en faveur du salaire de base, passant de 37 % en 2011 à 40 % en 2013. La rémunération moyenne des chefs de la direction pour les sociétés de l'indice complémentaire était de 1,34 million de dollars en 2013, soit une légère baisse par rapport à 1,37 million de dollars en 2011, la proportion du salaire de base passant de 40 % à 46 %. La rémunération moyenne des chefs de la direction pour les sociétés de l'indice des titres à petite capitalisation était de 1,22 million de dollars en 2011 et a diminué à 830 000 dollars en 2013, la proportion du salaire de base passant de 37 % à 54 %.

La plupart des émetteurs du TSX 60 (90 %) exigent que leur chef de la direction détienne des actions pendant qu'il occupe son poste.

COMPOSANTES FONDÉES SUR DES ACTIONS

En sus du salaire de base et des primes, la rémunération du chef de la direction comprend généralement une attribution sous forme d'actions qui peut être assujettie à des modalités d'acquisition liées au temps et au rendement. Cette rémunération fondée sur des actions peut être versée au chef de la direction sous différentes formes : les options et les UAD (qui prennent souvent la forme d'unités d'actions subalternes, les « UAS ») sont les formes les plus courantes de rémunération fondée sur des actions pour les chefs de la direction. Au cours des deux dernières années, la pratique des émetteurs de l'indice composé et de l'indice des titres à petite capitalisation d'octroyer des options aux chefs de la direction a diminué, passant de 70 % à 66 % des émetteurs des deux indices. Quant aux émetteurs du TSX 60, cette pratique a légèrement augmenté, passant de 80 % à 82 %. De la même manière, le pourcentage des émetteurs de l'indice

composé et de l'indice des titres à petite capitalisation déclarant des attributions d'UAS a baissé, passant de 55 % à 32 %.

La plupart des émetteurs du TSX 60 (environ 80 % en 2011 et 73 % en 2013) ont offert une rémunération fondée sur des actions qui était assujettie à une modalité d'acquisition liée au rendement. Cette pratique était moins usuelle chez les émetteurs de l'indice complémentaire et de l'indice des titres à petite capitalisation regroupés (51 % en 2011 et 34 % en 2013).

EXIGENCES DE PROPRIÉTÉ D'ACTIONS

La plupart des émetteurs du TSX 60 (90 %) exigent que leur chef de la direction détienne des actions pendant qu'il occupe son poste. Bien que ce nombre soit largement inférieur pour les émetteurs de l'indice complémentaire et de l'indice des titres à petite capitalisation, la tendance est à la hausse chez ceux-ci. De 2011 à 2013, le pourcentage d'émetteurs de l'indice complémentaire ayant des exigences de propriété d'actions a augmenté, passant de 47 % à 68 % et, chez les émetteurs de l'indice des titres à petite capitalisation, ce pourcentage est passé de 30 % à 36 %. Le nombre d'actions que le chef de la direction est tenu de détenir correspond généralement à un multiple de son salaire et ce multiple est demeuré relativement stable depuis 2011. En 2013, le multiple moyen était de 4,6 fois chez les sociétés du TSX 60 (4,5 fois en 2011), 3,3 fois chez les sociétés de l'indice complémentaire (3,2 fois en 2011) et 2,9 fois chez les sociétés de l'indice des titres à petite capitalisation (3 fois en 2011).

CLAUSES DE CHANGEMENT DE CONTRÔLE

La plupart des émetteurs de l'indice composé et de l'indice des titres à petite capitalisation concluent un contrat de travail avec leur chef de la direction prévoyant certains paiements au moment d'un changement de contrôle. Dans l'ensemble, tous les arrangements de changement de contrôle ont une clause de « déclenchement double » nécessitant à la fois un changement de contrôle et la perte de l'emploi du membre de la haute direction à la suite du changement de contrôle. La clause de déclenchement simple est maintenant rare.

Plus des trois quarts des émetteurs examinés avaient pris des arrangements de changement de contrôle (80 % en 2011 et 83 % en 2013 chez les émetteurs du TSX 60; 73 % en 2011 et 75 % en 2013 chez les émetteurs de l'indice complémentaire; 74 % en 2011 et 81 % en 2013 chez les émetteurs de l'indice des titres à petite capitalisation). Les paiements en cas de changement de contrôle varient généralement entre 200 % et 250 % de la rémunération en espèces du membre de la haute direction (salaire de base et primes), selon la taille de l'émetteur. En moyenne, les émetteurs du TSX 60 prévoient une compensation correspondant à 2,35 fois la rémunération en espèces de leurs membres de la haute direction (en baisse par rapport à 2,5 fois en 2011). En moyenne, les



Les paiements en cas de changement de contrôle varient généralement entre 200 % et 250 % de la rémunération en espèces du membre de la haute direction (salaire de base et primes), selon la taille de l'émetteur.

02

Rémunération des membres de la haute direction et des administrateurs

Au cours de la saison des procurations 2013, plus des trois quarts des émetteurs du TSX 60 (soit environ 81 %) ont présenté une résolution relative au vote consultatif sur la rémunération à leurs actionnaires, une hausse par rapport au 53 % de 2011.

émetteurs de l'indice complémentaire ont tendance à payer un peu moins (2,21 fois la rémunération en espèces, en baisse par rapport à 2,25 fois en 2011) et les émetteurs de l'indice des titres à petite capitalisation payent encore moins (2,06 fois la rémunération en espèces, en baisse par rapport à 2,12 fois en 2011).

DISPOSITIONS DE RÉCUPÉRATION

Les dispositions de récupération exigent que le chef de la direction rembourse une partie ou la totalité des primes ou renonce à une partie ou à la totalité des attributions fondées sur des actions dans les situations où l'attribution aurait été moindre si elle avait été fondée sur un redressement d'états financiers ultérieur que la société a été tenue d'opérer ou dans les cas de négligence grave, d'inconduite volontaire ou de fraude.

Nous avons observé une augmentation de l'utilisation des dispositions de récupération relativement au paiement de primes et/ou de rémunération fondée sur des actions. En 2013, 63 % des émetteurs du TSX 60 avaient des dispositions de récupération comparativement à moins de 50 % en 2011. Pour la même période, ce pourcentage a augmenté, passant de 13 % à 25 % pour les chefs de la direction des émetteurs de l'indice complémentaire et d'environ 5 % à 10 % pour les chefs de la direction des émetteurs de l'indice des titres à petite capitalisation.

→ Vote consultatif sur la rémunération

La saison des procurations 2013 constituait la quatrième année pour le « vote consultatif sur la rémunération » au Canada. Depuis 2009, quand seulement une poignée d'émetteurs soumettait un vote consultatif sur la rémunération à leurs actionnaires, le concept a connu une acceptation fulgurante. En 2013, environ 81 % des émetteurs du TSX 60 ont présenté une résolution relative au vote consultatif sur la rémunération, comparativement à 53 % en 2011. Comme on le prévoyait, la tendance à la hausse s'est maintenue d'année en année, les émetteurs du TSX donnant le ton. Les émetteurs de l'indice complémentaire ont été un peu plus lents à suivre le mouvement, même s'ils se rattrapent rapidement à l'insistance des investisseurs institutionnels, des agences de conseil en vote comme ISS et Glass Lewis et des groupes consultatifs en matière de gouvernance comme la Coalition canadienne.

RÉSOLUTIONS RELATIVES AU VOTE CONSULTATIF SUR LA RÉMUNÉRATION

Au Canada, les résolutions relatives au vote consultatif sur la rémunération sont formulées selon le modèle recommandé par la Coalition canadienne en 2009 et élaborées en consultation avec de nombreux émetteurs favorisant l'adoption du vote consultatif sur la rémunération avec de légères variantes. Dans la presque totalité des cas, le vote des actionnaires quant à la rémunération est à caractère consultatif, de sorte que le résultat du vote ne lie pas l'émetteur ni ne diminue le rôle ou les responsabilités du conseil d'administration quant aux décisions sur la rémunération des membres de la haute direction pour lesquelles les conseils continueront d'être imputables envers les actionnaires (même si ces derniers ont auparavant endossé expressément les pratiques de rémunération de l'émetteur au moyen d'un vote consultatif sur la rémunération).

Bien que le vote consultatif sur la rémunération ne soit pas obligatoire au Canada, la Coalition canadienne recommande que les conseils ajoutent volontairement à l'ordre du jour de *chaque* assemblée annuelle un vote consultatif des actionnaires dans les rapports du conseil et de la société sur la rémunération des membres de la haute direction présentés dans la circulaire de sollicitation de procurations, ainsi qu'un modèle de résolution, selon lequel les actionnaires *acceptent* (par opposition à endosser ou à ratifier), de manière consultative et non pour diminuer le rôle ou les responsabilités du conseil, le mécanisme de rémunération des membres de la haute direction déclaré dans la circulaire de sollicitation de procurations.

ISS et Glass Lewis sont fortement en faveur du vote consultatif sur la rémunération et examinent de plus en plus les pratiques de rémunération des émetteurs. De plus, elles tendent maintenant à recommander de voter « contre » les résolutions relatives au vote consultatif sur la rémunération et éventuellement à recommander que l'on s'abstienne de voter pour des candidats en fonctions siégeant au comité de la rémunération ou au conseil d'un émetteur lorsqu'elles jugent que la rémunération du chef de la direction est disproportionnée par rapport au rendement de la société.

Puisque le vote consultatif sur la rémunération n'est pas obligatoire au Canada, sa fréquence est finalement du ressort du conseil d'un émetteur. Aux États-Unis, la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (« loi Dodd-Frank ») exige qu'un vote consultatif sur la rémunération soit tenu au moins tous les trois ans. Dans les faits, au Canada, la plupart des émetteurs qui tiennent un vote consultatif sur la rémunération le font annuellement, comme le font les émetteurs aux États-Unis.

02

Rémunération
des membres
de la haute
direction et des
administrateurs

En 2013, seulement deux des émetteurs au Canada qui ont présenté à leurs actionnaires une résolution relative au vote consultatif sur la rémunération ont obtenu un faible appui à leur déclaration de rémunération : la Société aurifère Barrick (14,8 %) et Canadian Natural Resources Limited (55,8 %).

VOTE CONSULTATIF SUR LA RÉMUNÉRATION DE LA SAISON DES PROCURATIONS 2013

Au cours des trois dernières années, les émetteurs au Canada qui ont présenté à leurs actionnaires une résolution relative au vote consultatif sur la rémunération ont généralement obtenu un solide appui de la part de ceux-ci. En 2013, plus des trois quarts de ces émetteurs ont obtenu au moins 85 % des voix « pour » la résolution (légèrement supérieur au 72 % de 2011), et presque la moitié ont obtenu plus de 95 % des voix « pour » la résolution (35 % en 2011). En 2013, seulement deux des émetteurs au Canada qui ont présenté à leurs actionnaires une résolution relative au vote consultatif sur la rémunération ont obtenu un faible appui à leur déclaration de rémunération.

LE VOTE CONSULTATIF SUR LA RÉMUNÉRATION DE BARRICK

La Société aurifère Barrick (« Barrick ») a tenu un vote consultatif des actionnaires sur la rémunération des membres de la haute direction en 2010, en 2011 et en 2012. Dans sa circulaire de sollicitation de procurations envoyée aux actionnaires pour son assemblée générale annuelle d'avril 2013 (l'« AGA »), le conseil d'administration a encore une fois présenté une résolution relative à un vote consultatif sur la rémunération des membres de la haute direction afin de donner aux actionnaires l'occasion de voter « pour » ou « contre » l'approche de Barrick en matière de rémunération des membres de la haute direction en utilisant le modèle de résolution recommandé par la Coalition canadienne. La circulaire mentionnait que « [p]uisque ce vote est consultatif, il ne liera pas le conseil. Toutefois, le conseil et, particulièrement, le comité de la rémunération, prendront en compte le résultat du vote dans le cadre de leur examen régulier de la rémunération des membres de la haute direction. La Société prévoit tenir un vote consultatif auprès des actionnaires sur l'approche en matière de rémunération des membres de la haute direction sur une base annuelle⁶. »

Après l'AGA de Barrick, la société a annoncé dans son rapport sur le résultat du vote que la résolution relative au vote consultatif sur la rémunération des membres de la haute direction n'avait pas été approuvée, seulement 14,8 % des voix ayant été exprimées « pour » la résolution et le 85,2 % restant des voix exprimées « contre ». Avant Barrick, la seule autre société au Canada à avoir perdu un vote consultatif sur la rémunération était QLT Inc., laquelle a rapporté avoir reçu un appui à hauteur de 42 % des voix en 2012.

⁶ *Circulaire de sollicitation de procurations de la Société aurifère Barrick datée du 18 mars 2013 relativement à l'assemblée générale annuelle des actionnaires tenue le 24 avril 2013, p. 15.*

Le résultat négatif du vote de Barrick est survenu après une protestation publique par huit importantes sociétés de gestion de placements⁷, qui ont diffusé un communiqué le 19 avril 2013 déclarant qu'elles entendaient voter contre les pratiques de rémunération de Barrick en guise de protestation contre le paiement en 2012 d'une prime à la signature de 11,9 millions de dollars américains à John Thornton lors de sa nomination au poste de coprésident du conseil membre de la haute direction de Barrick. La circulaire de sollicitation de procurations 2013 de Barrick déclarait que sa rémunération totale pour 2012 était de 17 millions de dollars, laquelle était jugée « sans précédent » et injustifiée par les sociétés de gestion de placements pour un exercice au cours duquel les résultats financiers étaient à la baisse. Les sociétés de gestion de placements soutenaient que la rémunération ne correspondait pas au principe de gouvernance de la rémunération au rendement et établissait un précédent inquiétant sur les marchés financiers canadiens. Les représentants de Barrick ont répondu que même s'ils étaient d'accord avec le principe de la rémunération au rendement, Barrick avait dû faire une exception pour inciter Monsieur Thornton à accepter le poste de coprésident du conseil membre de la haute direction.

Barrick a annoncé publiquement qu'elle révisait son programme de rémunération à l'intention des membres de la haute direction en réponse à la rétroaction reçue de ses actionnaires institutionnels à la suite de l'assemblée annuelle de 2013.

TENDANCES ÉMERGENTES ET LIGNES DIRECTRICES POUR LES CONSEILS

Que l'on soit d'avis ou non que le vote consultatif sur la rémunération est nécessaire ou significatif ou qu'il est pertinent de tenir un tel vote annuellement (ce que de nombreux émetteurs font), le vote consultatif sur la rémunération est maintenant largement adopté comme outil favorisant l'engagement des actionnaires, particulièrement parmi les émetteurs canadiens importants. La pratique est appuyée par un large segment de la communauté des actionnaires institutionnels et de leurs conseillers. La Coalition canadienne recommande que la pratique exemplaire soit de tenir un vote consultatif sur la rémunération annuellement. Bien que la Coalition canadienne reconnaisse que le caractère du vote n'est pas obligatoire, elle recommande aux conseils de tenir compte

⁷ Les sociétés de gestion de placements, ayant des actifs sous gestion de 916 milliards de dollars, étaient les suivantes : Alberta Investment Management Corp. (AIMCo), British Columbia Investment Management Corporation (bcIMC), Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ), Office d'investissement du régime de pensions du Canada (Office d'investissement du RPC), Hermes Equity Ownership Services (Hermes EOS), Régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario (OMERS), Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario (Teachers) et Office d'investissement des régimes de pensions du secteur public (Investissements PSP).

Les actionnaires peuvent devenir plus à l'aise avec l'usage du vote consultatif sur la rémunération pour exprimer leur mécontentement à l'égard de la rémunération et des questions de gouvernances connexes, ce qui entraînerait plus de résultats négatifs des votes.

du résultat du vote dans le cadre de l'examen des politiques, des procédures et des décisions en matière de rémunération futures et de la décision à savoir s'il existe un besoin d'accroître le dialogue avec les actionnaires au sujet de la rémunération et des questions connexes. La Coalition canadienne recommande également que les conseils publient les résultats détaillés du vote consultatif sur la rémunération. Lorsqu'un nombre important d'actionnaires s'oppose à la résolution relative au vote consultatif sur la rémunération, la Coalition canadienne recommande aux conseils de consulter ces actionnaires afin de comprendre leurs préoccupations et d'examiner l'approche de la société en matière de rémunération dans ce contexte. Les conseils devraient aussi faire un suivi auprès des actionnaires quant à toute baisse importante d'une année sur l'autre de l'appui aux résolutions relatives au vote consultatif sur la rémunération, sans égard au niveau de l'appui obtenu. À cette fin, la Coalition canadienne a proposé un modèle de politique offrant des lignes directrices sur le vote consultatif sur la rémunération, y compris un modèle de résolution et des recommandations de mesures que doit prendre le conseil en réponse à ces votes consultatifs sur la rémunération.

En sus des motifs présentés ci-dessus, la prudence veut que les conseils cherchent à prendre le pouls des actionnaires sur les questions de gouvernance importantes, y compris la philosophie et les pratiques de rémunération approuvées par le conseil. Comme nous l'avons recommandé antérieurement, un conseil devrait examiner au moins trois mesures, soit :

- recevoir régulièrement des rapports de la part des professionnels en relations avec les investisseurs de l'émetteur concernant la rétroaction qu'ils reçoivent des actionnaires;
- prendre connaissance des recommandations des agences de conseil en vote importantes comme ISS et Glass Lewis sur ce sujet;
- évaluer la possibilité de demander les conseils d'un solliciteur de procurations quant au pouls des actionnaires dans leur ensemble pour ce qui est de certains enjeux et quant à la façon dont les actionnaires perçoivent le niveau d'ouverture de l'émetteur à l'égard de leur point de vue.

Ces mesures aideront un conseil à éviter d'être surpris par le résultat du vote consultatif sur la rémunération, à mieux prévoir les préoccupations des investisseurs et à répondre à ces préoccupations avant que les investisseurs se sentent obligés de voter « contre » le vote consultatif sur la rémunération.

03

Questions relatives au vote des actionnaires

03

Questions relatives au vote des actionnaires



→ **Faits nouveaux concernant le vote par procuration**

Cette année, les autorités de réglementation des valeurs mobilières du Canada ont continué à faire preuve d'une sensibilisation accrue à l'égard des questions et des défis relatifs au fonctionnement du système de vote par procuration au Canada que nous avons observés au cours des deux dernières années. Ces questions et défis ont été recensés dans le document de 2010 publié par Davies et intitulé *The Quality of the Shareholder Vote in Canada* (disponible en anglais seulement) qui a contribué à faire mieux connaître et à cibler les questions entourant les processus complexes et opaques qui constituent la mécanique du système de procuration canadien.

L'amélioration du système de vote par procuration est demeurée une priorité pour la CVMO en 2013. La CVMO a établi qu'une de ses principales initiatives pour 2013-2014 sera l'amélioration de la démocratie actionnariale et de la protection des actionnaires (i) en facilitant l'adoption du vote à la majorité pour les élections d'administrateurs par des émetteurs inscrits à la cote de la TSX (dont il est question ci-après) et (ii) en définissant les principales questions d'infrastructure du vote par procuration et en publiant un document de consultation. Bien que le projet initial d'énoncé des priorités de la CVMO l'ait passée sous silence, la réforme du système de procuration a été ajoutée ultérieurement par suite des commentaires reçus d'un certain nombre d'importants actionnaires institutionnels recommandant avec insistance que l'on donne la priorité aux questions de vote par procuration.

En août 2013, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») ont publié un document de consultation examinant l'infrastructure du vote par procuration afin de présenter un projet de démarche visant à répondre aux diverses préoccupations⁸. Dans le document, les ACVM admettent l'importance du vote traditionnelle des actionnaires, mais notent également que des tendances récentes comme l'augmentation du nombre d'actionnaires institutionnels de sociétés ouvertes, la présence d'investisseurs qui sont des fonds de couverture activistes et le grand empressement à s'inscrire en faux contre les conseils et la direction devraient ajouter à la charge subie par l'infrastructure du vote par procuration.

Le document des ACVM cerne un certain nombre de sujets de discussion qui peuvent, selon les ACVM, avoir une incidence sur l'exactitude de l'infrastructure. Le document met l'accent sur le besoin de répondre à deux questions principales

8 Voir [Document de consultation 54-401 – Examen de l'infrastructure du vote par procuration](#) (le « document des ACVM ») (disponible en anglais seulement)

03

Questions relatives au vote des actionnaires

(dont il est question plus en détail ci-après) : (i) savoir si l'infrastructure actuelle permet de compter les votes de façon exacte et fiable et (ii) savoir si un système de confirmation de vote devrait être instauré pour permettre aux actionnaires d'avoir la certitude que leurs votes ont été adéquatement transmis, reçus et comptabilisés lors d'une assemblée.

RAPPROCHEMENT EXACT DES VOTES

Le rapprochement des votes s'entend du processus par lequel les votes par procuration et les instructions de vote sont rapprochés avec les titres intermédiés du système. Les ACVM ont dégagé deux défis principaux en matière de rapprochement :

- *Rejet de votes valides* : des votes par procuration validement envoyés peuvent être rejetés s'ils ne peuvent être adéquatement rapprochés.
- *Une action, des votes multiples* : comment veiller à ce que les droits de vote rattachés à une même action ne soient pas exercés par un prêteur et un emprunteur, ou par un vendeur et un acquéreur de titres de l'émetteur transférés après la date de clôture des registres.

Le document des ACVM définit quatre principaux facteurs contribuant à la complexité du vote par procuration et aux défis en matière de rapprochement des votes :

1. Le système de détention de titres au moyen d'un intermédiaire, y compris la mise en commun de titres et le fait que les investisseurs ne sont pas propriétaires d'actions, mais de « titres intermédiés ».
2. Le prêt d'actions dans le cadre duquel des droits de vote sont transférés contractuellement, mais où le prêteur peut toujours figurer à titre de « propriétaire » dans les registres de l'intermédiaire. Par conséquent, l'« emprunteur » a le droit d'exercer les droits de vote rattachés aux actions et de recevoir des dividendes, mais le « prêteur » maintient contractuellement l'exposition financière aux actions prêtées, sans les droits de vote correspondants. En même temps, le prêteur peut toujours figurer à titre de « propriétaire » dans les registres de l'intermédiaire.
3. L'utilisation des services d'agents de vote, où les droits de vote rattachés aux actions sont délégués à un conseiller, mais où l'on continue de solliciter les instructions de vote auprès de l'investisseur.
4. Les notions de propriétaire véritable opposé et de propriétaire véritable non opposé et les problèmes associés au fait que le propriétaire véritable opposé ne divulgue pas son identité, ses coordonnées ou les titres qu'il détient.

SYSTÈME DE CONFIRMATION DES VOTES DE BOUT EN BOUT

Le document des ACVM examine la question de savoir si les actionnaires devraient recevoir une communication leur confirmant que leurs votes par procuration et leurs instructions de vote ont été adéquatement transmis, reçus et comptabilisés. L'absence de confirmation crée un doute quant à savoir si les instructions de vote de l'investisseur ont été adéquatement suivies, ce qui peut créer des tensions, surtout dans des cas où le vote est serré.

Voici d'autres points soulevés dans le document des ACVM :

- l'incidence des notions de propriétaire véritable opposé et de propriétaire véritable non opposé sur la fiabilité des votes par procuration;
- l'incapacité des gestionnaires de placements d'exercer les droits de vote rattachés aux actions des clients détenues dans des comptes gérés;
- la responsabilité des fournisseurs de services comme Broadridge Financial Solutions, Inc.

Dans le document, les ACVM posent surtout des questions aux fins de commentaires, mais laissent entendre qu'un rapprochement des votes plus exact pourrait, à long terme, nécessiter des réformes des dates de clôture des registres, des dates limites et des investissements en technologie et soulignent que Broadridge a commencé à élaborer une fonctionnalité complète de confirmation des votes. Au cours des prochains mois, nous nous attendons à plus de dialogue et, éventuellement, à des réformes à mesure que les ACVM examinent les commentaires et tentent de formuler une réponse.

La CVMO a annoncé son intention de tenir une table ronde à la fin de janvier 2014 pour explorer davantage les questions soulevées dans le document des ACVM.

→ Rôle et réglementation des agences de conseil en vote

En 2013, le rôle et l'influence des agences de conseil en vote comme ISS et Glass Lewis ont continué de retenir l'attention des autorités de réglementation des valeurs mobilières du Canada, de même que celle de leurs homologues aux États-Unis et en Europe. Des préoccupations ont été exprimées concernant la mesure dans laquelle les agences de conseil en vote ont, effectivement, imposé des normes de gouvernance uniformes et quelque peu arbitraires aux sociétés à cause de la trop grande confiance accordée par les investisseurs aux recommandations des conseillers en vote. À ce jour, les agences de conseil en

vote ne font toujours pas l'objet d'une réglementation malgré l'influence que leurs recommandations peuvent avoir sur les investisseurs institutionnels et individuels lorsqu'ils exercent leurs droits de vote.

DOCUMENT DE CONSULTATION DES ACVM SUR LES AGENCES DE CONSEIL EN VOTE – MISE À JOUR DE 2013

Comme nous l'avons déjà mentionné, en juin 2012, les ACVM ont publié un document de consultation sollicitant des commentaires quant à savoir si les conseillers en vote devraient faire l'objet d'une réglementation⁹. La période de consultation s'est terminée le 21 septembre 2012. En tout, 62 lettres de commentaires ont été reçues, y compris 26 provenant d'émetteurs, 16 d'actionnaires institutionnels ou d'organisations d'actionnaires et sept de la part de cabinets d'avocats canadiens, y compris Davies. Des réponses ont également été reçues de trois agences de conseil en vote, y compris ISS et Glass Lewis.

À la fin de septembre 2013, les ACVM ont fait le point sur le processus de consultation ayant trait aux perspectives de réglementation des agences de conseil en vote. Selon l'*Avis 25-301 des ACVM – Le point sur le Document de consultation 25-401 des ACVM, Perspectives de réglementation des agences de conseil en vote* (disponible en anglais seulement) qui contient un résumé des lettres de commentaires reçues en réponse au document de consultation de 2012, les ACVM considèrent qu'il y a lieu d'établir un texte d'orientation qui donnerait aux agences de conseil en vote des recommandations en matière de pratiques et de communication de l'information. Les ACVM comptent publier un projet de texte pour consultation au cours du premier trimestre de 2014.

L'avis faisant le point sur le document de consultation met en lumière les grandes divergences d'opinions entre les émetteurs et les investisseurs institutionnels qui se sont révélées dans le cadre du processus de commentaires. Voici certains des commentaires importants relevés par l'avis :

- Les émetteurs sont préoccupés par l'influence que les agences de conseil en vote exercent. Or, les clients institutionnels estiment que les agences de conseil en vote leur fournissent des services utiles et rentables dans l'exercice de leurs droits de vote et ils sont généralement satisfaits des services fournis.
- En général, les intervenants s'accordent à penser que le modèle opérationnel ou la structure de propriété des agences de conseil en vote peuvent entraîner des conflits d'intérêts. La majorité des émetteurs estime qu'il existe des conflits d'intérêts et que ceux-ci

⁹ Voir Document de consultation 25-401 - *Perspectives de réglementation des agences de conseil en vote* (disponible en anglais seulement)

ne sont pas correctement atténués. En revanche, la majorité des investisseurs institutionnels considère que les conflits d'intérêts sont adéquatement relevés, gérés et déclarés.

- Les inexactitudes potentielles dans les rapports de recherche sont une préoccupation pour les émetteurs, alors que la plupart des investisseurs institutionnels sont d'avis que les processus de dialogue actuellement en usage suffisent à prévenir les erreurs factuelles.
- Les émetteurs s'interrogent sur la qualité des recommandations de vote des agences de conseil en vote et favorisent un surcroît de transparence et la communication des méthodes et analyses sous-jacentes. Les investisseurs institutionnels ne croient pas que cette information supplémentaire serait utile au marché. Ils plaident contre l'obligation de communiquer les modèles analytiques exclusifs.
- Les opinions divergent sur la façon dont les ACVM doivent intervenir. Certains estiment qu'il suffirait de recommander un ensemble de meilleures pratiques, tandis que d'autres jugent nécessaire de réglementer, notamment d'exiger l'inscription des agences de conseil en vote à titre de conseillers. Les agences de conseil en vote estiment que leurs activités ne devraient pas être réglementées.

Pour consulter d'autres analyses de Davies sur l'avis des ACVM, voir notre publication intitulée « Les ACVM proposeront un texte d'orientation pour réglementer les agences de conseil en vote »¹⁰.

FAITS NOUVEAUX AUX ÉTATS-UNIS ET EN EUROPE

Le processus de consultation en cours au Canada fait suite à des mesures similaires prises par les autorités de réglementation aux États-Unis et en Europe. Un exercice de consultation similaire a été entrepris par la Securities and Exchange Commission (la « SEC ») en 2010 au moyen de la publication de son questionnaire d'orientation sur le système de procuration aux États-Unis¹¹. En réponse aux commentaires reçus, la SEC devrait formuler des recommandations quant à la façon de réglementer les agences de conseil en vote en vertu des lois fédérales américaines sur les valeurs mobilières, quoique le moment choisi pour la réglementation soit chose incertaine.

Dans l'intervalle, le Center for Capital Markets Competitiveness de la Chamber of Commerce des États-Unis (le « CCMC ») a publié au début de 2013 plusieurs principes visant à créer des systèmes assurant la transparence, la

¹⁰ <http://www.dwpv.com/fr/Resources/Publications/2013/Canadian-Securities-Administrators-to-Propose-Policy-Based-Approach-to-Regulating-Proxy-Advisory-Firms>.

¹¹ Voir <http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf> (disponible en anglais seulement)

03

Questions relatives au vote des actionnaires

responsabilisation et la bonne gouvernance pour les agences de conseil en vote. Les principes du CCMC, intitulés « Best Practices and Core Principles for the Development, Dispensation, and Receipt of Proxy Advice » (disponible en anglais seulement)¹², visent à améliorer la gouvernance en veillant à ce que les agences de conseil en vote :

- soient libres de conflits d'intérêts qui pourraient influencer sur les recommandations de vote;
- s'assurent que les rapports sont exacts quant aux faits et établissent un processus juste et raisonnable pour la correction d'erreurs;
- formulent des recommandations de vote et établissent des normes de politique qui sont fondées sur des procédures et des méthodologies guidées par des données qui lient les recommandations à la valeur pour les actionnaires;
- permettent un dialogue franc entre les agences de conseil en vote et les intervenants au moment d'élaborer des normes de politique et de formuler des recommandations de vote;
- formulent des recommandations de vote qui tiennent compte de la situation, du statut et de la structure propres à chaque société et ne donnent pas de conseils de vote uniformisés;
- s'assurent de communiquer avec les sociétés ouvertes afin d'éviter des erreurs factuelles et de mieux comprendre les faits entourant la situation financière et la gouvernance d'une société.

Dans le même ordre d'idées, dans un discours prononcé en juillet 2013, le commissaire de la SEC Daniel Gallagher a fait appel à la SEC pour qu'elle examine un certain nombre de réformes pour le secteur des agences de conseil en vote. Le commissaire Gallagher a souligné le phénomène potentiel selon lequel les actionnaires institutionnels, particulièrement les conseillers en placements, peuvent se fier indûment aux agences de conseil en vote pour l'obtention de conseils lorsqu'ils votent au nom de leurs clients, courant le risque de ne pas agir en fait dans l'intérêt de leurs clients fiduciaires. Le commissaire a déclaré que la SEC devrait [Traduction] « donner des indications aux investisseurs institutionnels précisant qu'ils doivent assumer la responsabilité de leurs décisions de vote plutôt que de se fier machinalement aux recommandations des agences de conseil en vote »¹³.

En Europe, un processus de consultation similaire sur le rôle du secteur des agences de conseil en vote s'est déroulé au cours des deux dernières années,

12 Voir <http://www.centerforcapitalmarkets.com/wp-content/uploads/2010/04/Best-Practices-and-Core-Principles-for-Proxy-Advisors.pdf> (disponible en anglais seulement)

13 Voir <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370539700301>.

par suite duquel, en février 2013, l'Autorité européenne des marchés financiers (l'« ESMA ») a publié son rapport final intitulé *Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry*, résumant ses conclusions et sa position¹⁴. D'après les commentaires reçus et sa propre analyse, l'ESMA a conclu qu'elle n'avait pas reçu de preuve évidente d'une défaillance du marché en lien avec la manière dont les agences de conseil en vote interagissent avec les investisseurs et les émetteurs. Toutefois, elle a repéré plusieurs domaines, la plupart ayant trait à la transparence et à la divulgation, où elle estime qu'un effort concerté du secteur des agences de conseil en vote favoriserait une meilleure compréhension et une assurance accrue parmi d'autres intervenants.

Par conséquent, l'ESMA a conseillé vivement au secteur des agences de conseil en vote d'élaborer son propre code de conduite européen. Elle entend faire le point sur l'évolution de la situation concernant le concept d'un code de conduite européen dans deux ans et pourrait réévaluer sa position si aucun progrès considérable ne s'est accompli à ce moment-là. Pour aider à l'élaboration d'un tel code, l'ESMA a rédigé un ensemble de principes qui sont résumés ci-après :

1. Les conseillers en vote devraient chercher à éviter des conflits d'intérêts avec leurs clients. En cas de conflit, réel ou éventuel, le conseiller en vote devrait divulguer adéquatement le conflit et les mesures qu'il a prises pour l'atténuer.
2. Les conseillers en vote devraient donner aux investisseurs de l'information sur le processus qu'ils suivent pour formuler leurs recommandations générales et particulières et les restrictions ou conditions dont il faut tenir compte quant aux conseils donnés. En outre, les conseillers en vote devraient :
 - déclarer au public et aux clients investisseurs les méthodes et les sources qu'ils utilisent pour formuler leurs recommandations de vote, et indiquer la manière dont ils appliquent leurs politiques et directives de vote pour formuler leurs recommandations de vote;
 - être conscients des conditions locales du marché, de la législation et de la réglementation auxquelles les émetteurs sont assujettis, et indiquer comment, le cas échéant, ils en tiennent dûment compte dans les conseils qu'ils donnent;
 - informer les investisseurs de leur dialogue avec les émetteurs et de la nature de ce dialogue.

¹⁴ Voir <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-84.pdf> (disponible en anglais seulement)

03

Questions
relatives
au vote des
actionnaires

Le vote à la majorité pour les administrateurs de sociétés ouvertes s'est établi fermement au Canada en raison de la combinaison de l'appui soutenu accordé à la pratique et à ses principes sous-jacents par les investisseurs institutionnels et les agences de conseil en vote et des modifications aux exigences réglementaires mises en œuvre en 2012 en vue de favoriser la pratique.

➔ **Vote à la majorité et vote par administrateur**

CONTEXTE

Le vote à la majorité pour les administrateurs de sociétés ouvertes s'est établi fermement au Canada. L'adoption répandue de politiques de vote à la majorité était initialement attribuable à l'appui soutenu accordé à la pratique et à ses principes sous-jacents par les investisseurs institutionnels et les agences de conseil en vote. En 2012, les modifications aux règles adoptées par la TSX ont davantage favorisé la pratique. Les hausses au cours des ans du recours du vote à la majorité parmi les émetteurs canadiens ne constituent pas un phénomène récent. Toutefois, nous observons que les investisseurs concentrent désormais leurs efforts sur l'adoption d'exigences plus rigoureuses entourant le vote à la majorité et les politiques de vote à la majorité tant au Canada qu'aux États-Unis, y compris des demandes visant à rendre obligatoire sa mise en œuvre et à faire adopter des exigences plus rigoureuses en ce qui concerne la démission des administrateurs qui ne réussissent pas à obtenir une approbation à la majorité.

En bref, le vote à la majorité remplace la pratique historique d'élire un administrateur à la majorité relative, lorsque le nombre de candidats est inférieur au nombre de sièges au conseil, un vote unique « pour » un administrateur suffit à élire l'administrateur en vertu du droit des sociétés, même si les droits rattachés à toutes les autres actions ne sont pas exercés. En revanche, le vote à la majorité exige que chaque administrateur obtienne plus de votes « pour » que d'« abstentions » à l'égard de l'élection du candidat. Le vote à la majorité comporte trois éléments essentiels : le vote des actionnaires en vue de l'élection de chaque administrateur pris individuellement, plutôt que par groupe d'administrateurs; la divulgation publique des résultats de ce vote; l'adoption d'une politique du conseil pour gérer les cas où la majorité des voix exprimées à l'égard de l'élection d'un administrateur en particulier sont des abstentions.

PRATIQUE ACTUELLE ET TENDANCES

Depuis le 31 décembre 2012, tous les émetteurs inscrits à la cote de la TSX doivent respecter deux des trois éléments clés du vote à la majorité (le vote par administrateur et la divulgation au public des résultats de ce vote). Même avant cette modification à la règle, le vote par administrateur était devenu la norme au Canada, la pratique historique d'élire des administrateurs par groupe ayant été entièrement éliminée parmi les émetteurs figurant dans l'indice TSX 60. Parmi les émetteurs figurant dans l'indice composé et les émetteurs figurant

dans l'indice des titres à petite capitalisation, une proportion écrasante de 99 % des émetteurs de chacun des indices a adopté le vote par administrateur, comparativement aux données de 2011 qui indiquaient que seulement 87 % des émetteurs figurant dans l'indice composé et 80 % des émetteurs figurant dans l'indice des titres à petite capitalisation permettaient aux actionnaires de voter pour des administrateurs individuellement.

En particulier, les modifications apportées par la TSX en 2012 ont introduit trois nouvelles règles. Premièrement, la TSX a rendu obligatoire la pratique d'élire des administrateurs individuellement. La TSX a également imposé la publication d'un communiqué donnant les détails des résultats du vote sur l'élection de chaque administrateur individuel, que le vote ait été exprimé dans le cadre d'un scrutin ou à main levée. Pour les votes à main levée, les émetteurs peuvent limiter leur communication aux résultats représentés par des procurations, étant donné la difficulté pratique d'établir des nombres exacts lorsqu'il s'agit d'un vote à main levée¹⁵.

Le pourcentage des émetteurs figurant dans l'indice TSX 60 qui communiquent les résultats de pourcentage de leur élections d'administrateurs s'est élevé à 97 % en 2013, comparativement à 88 % en 2011. Bien que cette pratique continue d'être inférieure pour les émetteurs figurant dans l'indice complémentaire (2013, 88 %; 2011, 59 %) et les émetteurs figurant dans l'indice des titres à petite capitalisation (2013, 79 %; 2011, 48 %), le vote par administrateur et la communication des résultats de ce vote sont clairement devenus la norme pour tous les émetteurs inscrits à la cote de la TSX, et la plupart des émetteurs se conforment aux règles de la TSX et aux pratiques de bonne gouvernance à cet égard.

Deuxièmement, les modifications apportées par la TSX incluaient une nouvelle exigence pour les émetteurs inscrits à la cote de la TSX selon laquelle ils doivent tenir des élections annuelles pour tous les administrateurs, ce qui rend les conseils renouvelables par tranches ou à renouvellement échelonné impossibles pour les émetteurs inscrits à la cote de la TSX (bien que leur nombre au Canada ait toujours été assez faible, surtout relativement à d'autres territoires comme les États-Unis et l'Australie).

En dernier lieu, les modifications que la TSX a apportées à ses règles en 2012 ont instauré une approche de type « se conformer ou s'expliquer » en matière de vote à la majorité : les émetteurs doivent divulguer dans leurs circulaires de sollicitation de procurations s'ils ont adopté une politique de vote à la majorité et, si non, pourquoi ils ne l'ont pas adoptée. Pour ceux qui n'ont pas adopté une telle politique, en plus d'avoir à communiquer au public les résultats du vote

¹⁵ Il s'agit actuellement d'une « pratique acceptée » par la TSX, laquelle devrait néanmoins être intégrée officiellement dans les règles de la TSX par suite d'autres modifications dont l'entrée en vigueur est prévue pour la fin de 2013.

03

Questions relatives au vote des actionnaires

pour chaque administrateur, ils doivent aussi aviser la TSX si des administrateurs ne parviennent pas à obtenir une majorité des votes en leur faveur à l'assemblée.

ÉMETTEURS AYANT ADOPTÉ UNE POLITIQUE DE VOTE À LA MAJORITÉ

2011	2013
TSX 60	
91 %	97 %
Indice complémentaire	
54 %	87 %
Indice des titres à petite capitalisation	
34 %	85 %

De nombreux émetteurs avaient déjà adopté le vote à la majorité avant les modifications apportées par la TSX en 2012 et leur nombre continue d'augmenter. En 2011, 91 % des émetteurs figurant dans l'indice TSX 60 ont déclaré avoir une politique de vote à la majorité; ce nombre a atteint un nouveau sommet de 97 % des émetteurs figurant dans l'indice TSX 60 en 2013. Quant à l'indice complémentaire, le nombre d'émetteurs ayant adopté une politique de vote à la majorité s'est élevé à 87 % en 2013, comparativement à 54 % en 2011, tandis que même le nombre d'émetteurs figurant dans l'indice des titres à petite capitalisation ayant adopté une politique de vote à la majorité s'est élevé à 85 % en 2013, comparativement à seulement 34 % en 2011. Bien que le vote à la majorité ne soit pas obligatoire au Canada, l'adoption par la TSX du modèle « se conformer ou s'expliquer » a manifestement eu pour effet de pousser une proportion importante des émetteurs inscrits à adopter une politique de vote à la majorité.

Malgré la prédominance du vote à la majorité au Canada, il arrive très rarement qu'une majorité de votes constitue des abstentions à l'égard de l'élection d'un administrateur individuel. Des 320 émetteurs figurant dans l'indice composé et l'indice des titres à petite capitalisation qui ont communiqué leurs résultats de vote pour des élections par administrateur en 2013, le pourcentage moyen des

votes constituant des abstentions à l'égard d'un administrateur individuel était de 4,4 %, ce qui est légèrement inférieur, sans constituer un écart significatif, par rapport au pourcentage moyen d'abstentions au cours d'années antérieures (2011, 5,6 %). Dans l'ensemble, pour les émetteurs qui ont communiqué les résultats de vote pour des élections d'administrateurs, environ 86 % des administrateurs avaient reçu plus de 90 % des voix exprimées « pour » eux. La ventilation par indice de la TSX pour les émetteurs qui ont communiqué les résultats de vote pour des élections d'administrateurs était la suivante :

- **TSX 60 :** Tous les administrateurs ont obtenu au moins 69,9 % des voix exprimées « pour » eux (aucun administrateur n'ayant obtenu d'approbation à moins de 51 %) et 89,5 % ont obtenu au moins 91 % des voix exprimées en leur faveur.
- **Indice complémentaire :** Tous les administrateurs sauf deux ont obtenu au moins 51 % des voix exprimées « pour » eux et 85 % ont obtenu au moins 91 % des voix exprimées en leur faveur.
- **Indice des titres à petite capitalisation :** Tous les administrateurs sauf quatre (dont deux sont administrateurs d'un émetteur inscrit à la cote de l'indice complémentaire et donc inclus dans le paragraphe précédent) ont obtenu au moins 51 % des voix exprimées « pour » eux et 79,8 % ont obtenu au moins 91 % des voix exprimées en leur faveur.

Chose intéressante, malgré l'appui donné par les actionnaires institutionnels au vote à la majorité, à ce jour, aucune tendance perceptible ne s'est dégagée quant à un refus par les actionnaires d'appuyer les candidats de la direction. En fait, comme les données ci-dessus l'indiquent, pour les émetteurs qui ont communiqué des résultats de vote pour des élections d'administrateurs en 2013, seulement deux administrateurs d'un émetteur figurant dans l'indice composé et un administrateur d'un émetteur figurant dans l'indice des titres à petite capitalisation ont obtenu moins de la majorité des voix exprimées.

De tous les faits nouveaux que nous avons observés en ce qui concerne le vote à la majorité, le plus intéressant à notre sens demeure sans doute la réaction des émetteurs à une majorité d'« abstentions ». Bien que certains administrateurs au Canada et aux États-Unis aient connu des circonstances dans lesquelles ils ont obtenu plus d'« abstentions » que de voix « pour » eux, cela n'a pas entraîné leur démission automatique, même parmi les émetteurs qui ont adopté une politique de vote à la majorité. On compte plusieurs exemples au Canada et aux États-Unis en 2013 où des administrateurs qui n'ont pas obtenu la majorité des voix ont offert de démissionner conformément à la politique de la société, mais dont on a refusé la démission et qui ont continué à siéger au conseil. Cette situation a alimenté le débat sur la question de savoir si le vote à la majorité devrait être obligatoire (plutôt que de simplement s'inscrire dans une politique

 **Pour les émetteurs qui ont communiqué des résultats de vote pour des élections d'administrateurs en 2013, seulement deux administrateurs d'un émetteur figurant dans l'indice composé ont obtenu moins de la majorité des voix exprimées.**

03

Questions relatives au vote des actionnaires

d'entreprise) et s'il y a lieu d'imposer des règles plus rigoureuses exigeant la démission des administrateurs (et l'acceptation de celle-ci) dans tous les cas où la majorité des voix est constituée d'abstentions.

TENDANCES ÉMERGENTES ET PROCHAINES ÉTAPES

Au moment où la TSX a adopté son approche de type « se conformer ou s'expliquer » en matière de vote à la majorité en décembre 2012, elle a publié d'autres projets de modifications à ses règles qui rendraient le vote à la majorité obligatoire pour tous les émetteurs inscrits à la cote de la TSX. On s'attend généralement à ce que la TSX adopte ces modifications avant la fin de 2013. Si elles sont mises en œuvre, les règles modifiées exigeraient que tous les émetteurs inscrits à la cote de la TSX procèdent par vote à la majorité (sans nécessairement avoir adopté une politique en la matière) pour les élections d'administrateurs sans opposition lors d'assemblées tenues après le 31 décembre 2013. Par conséquent, tout candidat au poste d'administrateur qui obtient une majorité d'« abstentions » lors d'une telle assemblée, même s'il est dûment élu selon le droit des sociétés, aurait à démissionner pour que l'émetteur soit conforme aux règles de la TSX.

Bien que ces modifications n'exigent pas qu'un émetteur inscrit à la cote de la TSX adopte une politique de vote à la majorité, nous nous attendons dans les faits à ce que la plupart des émetteurs veuillent établir un protocole permettant de régler les cas où un candidat en particulier obtient une majorité de voix « contre » ou d'abstentions. Une autre solution serait de régler le cas ponctuellement si nécessaire et au moment voulu, ce qui peut être difficile et susciter de l'insatisfaction parmi les actionnaires.

Bien que les politiques de vote à la majorité varient d'un émetteur à l'autre, le but ultime de la politique est de prévoir un mécanisme entrant en jeu lors d'élections sans opposition selon lequel les administrateurs qui obtiennent une majorité d'« abstentions » sont effectivement destitués du conseil. La plupart des politiques sont inexécutoires et imposent au conseil d'accepter la démission, sauf dans certaines circonstances exceptionnelles et de publier un communiqué annonçant sa décision. Cette exigence correspond également aux attentes de la TSX. Certaines politiques sont plus rigoureuses et imposent au conseil d'accepter la démission de l'administrateur dans tous les cas, mais celles-ci sont plus rares.

Des rapports des médias, des lettres et d'autres publications provenant d'investisseurs institutionnels, d'agences de conseil en vote et d'organismes de surveillance de la gouvernance permettent de conclure à la mise en place d'une campagne active visant à rendre le vote à la majorité obligatoire et à exiger que les conseils acceptent les démissions des administrateurs dans des cas où la majorité des voix est constituée d'« abstentions », à moins de circonstances extraordinaires. À cet égard, ISS et Glass Lewis ont toutes deux estimé dans

leurs lignes directrices en matière de vote par procuration de 2013 que le vote à la majorité renforce la démocratie actionnariale et la responsabilisation des conseils et, qu'à cette fin, elles appuient généralement les propositions préconisant l'instauration du vote à la majorité lors d'élections sans opposition. Glass Lewis indique également avoir l'intention, quant aux sociétés canadiennes qui choisissent d'« expliquer » pourquoi elles n'ont pas adopté de politique de vote à la majorité plutôt que de se conformer, comme le permettent les règles actuelles de la TSX, de recommander aux actionnaires de s'abstenir de voter pour tous les membres du comité de gouvernance de l'émetteur. Au Canada, ISS votera pour les résolutions demandant qu'un conseil adopte une norme de vote à la majorité et une politique de démission ou que la société modifie ses règlements pour prévoir l'instauration du vote à la majorité.

Nous nous attendons à ce que d'ici la fin de l'année en cours le vote à la majorité obligatoire devienne la réalité et que les émetteurs inscrits à la cote de la TSX soient vivement incités à adopter des politiques de vote à la majorité qui prévoient la démission d'administrateurs ayant manqué d'appui, à moins de circonstances exceptionnelles. À plus long terme, nous prévoyons également que le vote à la majorité pourrait devenir obligatoire aux États-Unis, et nous continuerons de voir la bourse et les autorités de réglementation des valeurs mobilières établir plus de directives et peut-être même des règles visant le contenu des politiques de vote à la majorité et la nature des circonstances qui peuvent légitimement permettre à un conseil de refuser la démission d'un administrateur aux termes de ces politiques.

04

Initiatives des actionnaires

04

Initiatives des actionnaires



→ L'activisme en tant que catégorie d'actifs en devenir

La montée de l'activisme actionnarial se poursuit. Au cours des 10 dernières années, le nombre de courses aux procurations au Canada a augmenté, passant de seulement 5 en 2003 à 30 en 2012 et à 30 à ce jour en 2013, avec une montée en flèche à deux reprises en 2008 et en 2009 en coïncidence avec la crise financière mondiale¹⁶. De nombreux facteurs alimentent cette tendance, mais surtout le nombre accru d'occasions d'activisme découlant de certaines tendances actuelles de la législation et des pratiques à vouloir que plus de questions soient soumises à l'approbation des actionnaires (comme l'approbation des pilules empoisonnées).

Tout comme le nombre de courses aux procurations, le taux de succès des actionnaires dissidents a augmenté. L'un des facteurs contributifs consiste en la réceptivité accrue de la communauté des actionnaires aux efforts des actionnaires activistes, ce qui s'explique en partie par le fait que les activistes s'éloignent des mesures de « prédation » prises par le passé pour se tourner vers des méthodes très élaborées qui tendent à cibler plus particulièrement des questions de gouvernance et exercent donc un plus grand attrait sur les actionnaires. Les activistes se concentrent notamment sur la stratégie d'entreprise, la gouvernance et l'indépendance et l'efficacité du conseil.

La fréquence accrue des courses aux procurations est également attribuable aux rendements positifs pour les actionnaires qui peuvent être obtenus dans le cadre de campagnes activistes réfléchies. En effet, au cours des dernières années, l'activisme s'est révélé être une catégorie d'actifs notable, de nombreux actionnaires institutionnels d'importance investissant des tranches de leurs portefeuilles dans des fonds activistes ou axés sur les événements. La valeur détenue en propriété par des investisseurs activistes dans des sociétés inscrites à la cote de la TSX a connu une hausse constante au cours des deux dernières années et est passée de 10,8 milliards de dollars en 2011 à 15,2 milliards de dollars en 2013¹⁷. De la même façon, les actifs sous gestion des fonds activistes américains à la fin de 2012 s'élevaient à 65,5 milliards de dollars américains, comparativement à 11,8 milliards de dollars américains en 2003¹⁸. Étant donné

Au cours des 10 dernières années, le nombre de courses aux procurations au Canada a augmenté, passant de seulement cinq en 2003 à 30 en 2012 et à 30 à ce jour en 2013.

¹⁶ Kingsdale Shareholder Services Inc.

¹⁷ Au 30 juin 2011 et au 30 juin 2013, respectivement, d'après des données fournies par Bloomberg.

¹⁸ Données provenant de HFR Inc. et citées dans l'article intitulé "Activist Fights Draw More Attention", <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424127887324392804578360370704215446?mg=reno64-wsj> (disponible en anglais seulement)

04

Initiatives des actionnaires

Les conseils d'administration seront de plus en plus exposés à l'activisme actionnarial, sous une forme ou une autre, du fait que les actionnaires activistes sont plus sûrs de leurs perspectives de réussite et que les autres actionnaires, auparavant passifs, interviennent plus fréquemment dans les campagnes activistes.

l'augmentation du taux de succès des campagnes activistes, cette tendance est susceptible de se poursuivre.

Les conseils d'administration de sociétés ouvertes canadiennes seront de plus en plus exposés à l'activisme actionnarial sous une forme ou une autre et, par conséquent, il est important pour les administrateurs de bien comprendre les assises de l'activisme et les techniques qu'emploient les activistes. Les bienfaits de l'activisme seraient les suivants :

- *Contrepoids à la direction* : Les actionnaires activistes sont perçus comme un contrepoids à la direction qui complète les règles et règlements existants, ce qu'un grand nombre d'actionnaires véritables passifs ne peuvent faire en raison d'un manque de ressources humaines, informationnelles et financières. Les actionnaires engagés militant en faveur de l'adoption de bonnes pratiques de gouvernance peuvent améliorer la surveillance de la direction exercée par le conseil puisque le conseil contesté par des actionnaires engagés a plus tendance à tenir la direction responsable du rendement de la société et à lier la rémunération au rendement¹⁹.
- *Taux de rendement du capital investi supérieur* : Certaines études ont fait observer que le marché prend typiquement en compte un rendement anormal de 5 % à 10 % du cours des actions d'une société visée au moment de la déclaration de l'investissement d'un activiste²⁰. Une telle réaction est en grande partie attribuable à l'amélioration par le passé du cours des actions et du rendement du capital investi des sociétés visées par l'engagement des actionnaires, lesquelles améliorations, selon les études, n'auraient pas pu être constatées en l'absence de l'activiste²¹. D'autres études n'ont révélé aucun signe de renversement des rendements boursiers durant une période de cinq ans après l'annonce conforme à la *Schedule 13D* des États-Unis par un activiste, et indiquent que les sociétés visées par l'activisme n'ont constaté aucun rendement négatif anormal au cours de la même période²².
- *Meilleure répartition des actifs* : Des études ont indiqué que la participation d'un actionnaire engagé peut favoriser une meilleure répartition des

19 Lucian Bebchuk et Robert Jackson, "The Law and Economics of Blockholder Disclosure" (2012) 2 Harv Bus L Rev 39 p. 48 (disponible en anglais seulement)

20 Bebchuk, *ibid* pp. 47-48. Voir aussi Alon Brav *et al.*, "The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Asset Allocation, and Product Market Competition" (The National Bureau of Economic Research, March 2013) NBER Working Paper No 17517 p. 2; J.P. Morgan, "Hedge fund activists 2.0: They are back! Creating value through pro-active strategies in response to hedge fund activism", (April 2010) p. 6 (disponible en anglais seulement)

21 Brav, *ibid* pp. 1-5 (disponible en anglais seulement)

22 Lucian Bebchuk, "The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value" (2013) 113 Colum L Rev p. 32, citant Lucian Bebchuk, Alon Brav et Wei Jiang, "The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism" (2013) (document de travail) (disponible en anglais seulement)

actifs²³. Une étude récente à l'« échelle de l'usine » a révélé que les usines vendues par des sociétés après l'intervention d'un activiste faisaient preuve d'une productivité inférieure à la moyenne avant la vente et avaient connu une amélioration supérieure à la moyenne entre les mains des nouveaux propriétaires²⁴. Pensons, par exemple, aux cas récents d'activistes insistant vivement pour que les sociétés exploitent la valeur latente en se départissant d'unités d'exploitation ou d'actifs qui ne font pas partie du secteur d'activité principale de l'émetteur, comme les campagnes activistes récentes menées par Sandell Asset Management à l'égard de Bob Evans Farms Inc., par Barrington Capital Group LP à l'égard de Darden Restaurants, par JANA Partners LLC à l'égard d'Outerwall Inc., par Continental Grain Co. à l'égard de Smithfield Foods Inc. et par Relational Investors LLC et California State Teachers' Retirement System à l'égard de The Timken Co.

Bien entendu, l'autre position dans le débat est également bien argumentée. Des préoccupations ont été soulevées quant à l'influence éventuelle que les actionnaires activistes peuvent exercer sur les émetteurs en mettant de l'avant leur propre programme, dont on prétend souvent qu'il est axé sur des objectifs à court terme, au détriment d'autres actionnaires ou de l'intérêt de l'émetteur.

L'établissement de l'équilibre approprié entre la promotion de l'engagement des actionnaires et la préservation de la déférence pour l'autorité des conseils constitue un défi permanent, mais, dans l'intervalle, nous estimons que la montée de l'activisme actionnarial se poursuivra, tant du côté des actionnaires activistes actuels, qui sont plus sûrs de leurs perspectives de réussite, que de celui d'autres actionnaires, auparavant passifs, qui interviennent plus fréquemment dans des campagnes activistes.

→ Propositions d'actionnaires

L'un des droits fondamentaux des actionnaires en vertu du droit des sociétés canadien est l'habilité de se prévaloir du régime de propositions d'actionnaires pour faire inscrire certaines questions à l'ordre du jour d'une assemblée des actionnaires, y compris la présentation de candidatures aux postes d'administrateurs. Les propositions peuvent être de nature consultative ou exécutoire, selon la question. Les questions faisant l'objet d'une proposition d'actionnaire doivent être incluses dans la circulaire de sollicitation de

23 Brav, *supra* note 21 pp. 2-4 (disponible en anglais seulement)

24 Brav, *ibid* p. 3 (disponible en anglais seulement)

Les émetteurs continuent de devoir composer avec des propositions d'actionnaires souhaitant du changement en matière de gouvernance, bien que le droit de proposition technique ne soit peut-être pas l'outil le plus efficace pour un actionnaire cherchant à proposer un ou des candidats aux postes d'administrateurs de sociétés ouvertes.

04

Initiatives des actionnaires

Au cours de la saison des procurations de 2013, seulement 14 émetteurs (qui figuraient tous dans l'indice composé) avaient des propositions d'actionnaires inscrits à l'ordre du jour de leur assemblée annuelle.

procurations de la direction pour l'assemblée générale annuelle de la société. En vertu de la LCSA, afin de pouvoir soumettre une proposition d'actionnaire, l'actionnaire doit détenir ou bénéficier de l'appui d'actionnaires qui dans l'ensemble détiennent des actions avec droit de vote correspondant au moins à 1 % des actions avec droit de vote en circulation ou dont la juste valeur marchande s'élève à au moins 2 000 dollars. Typiquement, ces actions doivent avoir été détenues pendant au moins six mois avant la soumission de la proposition. En outre, une proposition d'actionnaire visant la candidature à un poste d'administrateur doit être signée par un ou plusieurs détenteurs d'actions représentant dans l'ensemble au moins 5 % des actions conférant un droit de vote à l'assemblée.

Une société peut refuser une proposition lorsqu'il semble que la proposition n'a aucun lien important avec les activités commerciales ou les affaires internes de la société, et la société n'est pas tenue d'inclure dans sa circulaire de sollicitation de procurations la proposition d'actionnaire qui ne lui est pas soumise 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.

Durant la saison des procurations de 2013, d'après un examen des émetteurs figurant dans l'indice composé et l'indice des titres à petite capitalisation, seulement 14 émetteurs (qui figuraient tous dans l'indice composé) avaient des propositions d'actionnaires inscrits à l'ordre du jour de leur assemblée annuelle et, conformément aux années antérieures, sept de ces émetteurs étaient des institutions financières. Pour la plupart, les propositions d'actionnaires continuent de n'être que très faiblement appuyées par les actionnaires (typiquement moins de 10 %). La nature des propositions varie, certaines recevant typiquement plus d'appuis que d'autres. Les propositions qui suivent comptent parmi les propositions les plus fréquemment reçues durant la saison des procurations de 2013 :

- **Parité entre les sexes dans la composition du conseil** – Ces propositions ont été soumises à sept émetteurs en 2013 (soit deux de plus qu'en 2012), un émetteur, Banque Laurentienne du Canada, ayant reçu 21,29 % des voix exprimées en faveur de la proposition. Les autres propositions dans ce domaine ont reçu un appui allant de 2,16 % à 7,9 %.
- **Vote consultatif sur la rémunération** – Ces propositions ont été soumises à six émetteurs en 2013 (soit trois de plus qu'en 2012), les votes en faveur allant de 2,89 % (Le Groupe Jean Coutu (PJC) inc., émetteur figurant dans l'indice des titres à petite capitalisation) jusqu'à un sommet de 34,7 % (Metro inc.).
- **Traitement équitable en ce qui concerne les régimes de retraite** – Ces propositions, qui sont des demandes pour que le conseil adopte une

politique visant à offrir à tous les employés, indépendamment de leur niveau hiérarchique, le même type de régime de retraite applicable à la même échelle, ont été soumises à sept émetteurs en 2013 (comparativement à aucune proposition de cette nature en 2012), les votes en faveur allant de 1,5 % (La Banque Toronto-Dominion) à 19,03 % (Banque Laurentienne du Canada).

- **Communication détaillée concernant la surveillance des régimes de retraite** – Ces propositions sont des demandes où le conseil assure annuellement les actionnaires et les intervenants que les régimes de retraite offerts sont gérés conformément à de saines méthodes de gestion ont été soumises à neuf émetteurs (contrairement à un seul en 2012), les votes en faveur allant de 0,31 % (Le Groupe Jean Coutu (PJC) inc.) à 17,02 % (Banque Laurentienne du Canada).
- **Prise en compte de tous les intervenants** – Ces propositions sont des demandes pour que le conseil révise son mandat pour que celui-ci prévoie que sa principale responsabilité est de préserver et d'améliorer la viabilité de l'émetteur et de veiller à ce que l'émetteur soit géré dans son intérêt fondamental, dans le respect des actionnaires et des autres intervenants. Ces propositions ont été soumises à trois émetteurs en 2013 (comparativement à aucun en 2012), les votes en faveur allant de 0,56 % (Bombardier Inc.) à 1,22 % (Metro inc.).

Les propositions d'actionnaires servent également d'outil aux actionnaires pour la nomination de candidats aux postes d'administrateurs, et il n'y a aucune limite au nombre de candidats qui peuvent être présentés. La capacité d'un actionnaire de voir à ce qu'un émetteur inclue un candidat à un poste d'administrateur dans la circulaire de sollicitation de procurations de la direction pourrait éviter à l'actionnaire dissident la dépense considérable d'avoir à préparer et à envoyer par la poste une circulaire de procurations de dissident, bien que l'inclusion des candidats du dissident dans la circulaire de sollicitation de procurations de la direction ne relève pas de son obligation d'envoyer par la poste sa propre circulaire aux actionnaires s'il souhaite s'engager dans une sollicitation générale de procurations. La sollicitation est définie au sens large par la législation canadienne. Pour l'actionnaire cherchant à communiquer avec d'autres actionnaires et à obtenir leur appui pour mettre sa campagne en avant, l'obligation d'envoyer par la poste une circulaire de procurations de dissident peut être déclenchée même si l'actionnaire a réussi à faire inclure sa proposition dans la circulaire de sollicitation de procurations de la direction. Un certain nombre de facteurs énumérés ci-après, y compris ce dernier, ont fait en sorte que les dispositions en matière de propositions d'actionnaires ont rarement été utilisées au Canada aux fins de la nomination de candidats aux postes d'administrateurs.

04

Initiatives des actionnaires

- 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 échue avant qu'un actionnaire dissident se soit décidé à passer à l'action.
- Deuxièmement, le nombre maximal de mots prévu par règlement, soit 500, laisse peu de latitude aux actionnaires pour exposer leur point de vue, particulièrement dans des domaines aussi controversés que l'élection d'administrateurs.
- Troisièmement, 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 le point à l'ordre du jour demandé (par exemple, élire les candidats du dissident) soit plutôt délibéré à l'assemblée annuelle.

→ Demande de convocation d'assemblées d'actionnaires

L'un des droits puissants dont jouissent les actionnaires de sociétés canadiennes est le droit des détenteurs d'au moins 5 % des actions avec droit de vote émises de demander que les administrateurs convoquent une assemblée des actionnaires.

Un autre droit puissant dont jouissent les actionnaires de sociétés canadiennes est le droit des détenteurs d'au moins 5 % des actions avec droit de vote émises de demander que les administrateurs convoquent une assemblée des actionnaires. À l'instar des propositions d'actionnaires, la nature des points à l'ordre du jour à délibérer à une assemblée demandée n'est pas limitée, et il existe un nombre limité d'exceptions prévues par la loi à l'obligation d'une société de convoquer l'assemblée à la réception d'une demande valide. Au cours des dernières années, ce sont des actionnaires dissidents qui se sont prévalus le plus souvent de ce droit de demander la convocation d'une assemblée pour proposer un ou plusieurs candidats aux postes d'administrateurs, en remplacement de certains ou de l'ensemble des administrateurs nommés par la direction de l'émetteur, et ce droit peut se révéler un outil utile pour le lancement d'une course aux procurations.

Pour être valide, la demande d'un actionnaire doit indiquer les points à l'ordre du jour à délibérer à l'assemblée. Les tribunaux canadiens ont examiné la portée de cette demande dans le contexte de poursuites intentées pour déterminer la validité d'une demande présentée par un actionnaire. Tout récemment, en juillet 2013, dans l'affaire *Wells v. Bioniche Life Sciences Inc.* (« *Wells v. Bioniche* »), la Cour supérieure de justice de l'Ontario a conclu qu'une demande de convocation

d'assemblée visant à élire de nouveaux administrateurs doit inclure le nom et les qualifications professionnelles des candidats proposés; l'information devrait être suffisamment détaillée pour permettre au conseil d'émettre un avis de convocation à l'assemblée demandée et pour permettre aux actionnaires de se faire une opinion éclairée. En outre, l'actionnaire présentant la demande peut être tenu de fournir de l'information à inclure dans la circulaire de la direction relative à l'assemblée et le simple fait de s'engager à fournir cette information à temps pour qu'elle soit incluse dans la circulaire de sollicitation de procurations de la direction pourrait être insuffisant. L'omission de fournir cette information peut dégager les administrateurs de l'obligation de convoquer l'assemblée.

Quant à savoir qui est habilité à présenter une demande de convocation d'assemblée, de nombreuses lois en matière de personnes morales comme la LCSA indiquent qu'un « détenteur » d'au moins 5 % des actions est habilité à présenter une demande de convocation d'assemblée. Par le passé, le fait que la LCSA et certaines autres lois en matière de personnes morales ne précisent pas « détenteurs inscrits » dans les cas de droit de demande de convocation d'une assemblée, mais font effectivement une distinction entre propriétaires inscrits et véritables dans d'autres dispositions, a signifié que les détenteurs véritables ou inscrits du nombre seuil d'actions peuvent valablement demander la convocation d'une assemblée. Toutefois, dans l'affaire récente de *Wells v. Bioniche*, la demande initiale des dissidents a été rejetée par le conseil de Bioniche, au motif que les actionnaires présentant la demande n'étaient pas des détenteurs inscrits. La Cour, en examinant plusieurs questions dont elle avait été saisie, a conclu que Bioniche aurait pu considérer les actionnaires présentant la demande comme habilités à le faire, mais qu'elle avait le droit de refuser d'y accéder et, par conséquent, la première demande soumise a été valablement rejetée.

Bien qu'en fin de compte les actionnaires présentant la demande aient remédié à ce défaut, la décision laisse planer une certaine incertitude quant à savoir si des détenteurs véritables peuvent demander la convocation d'une assemblée, particulièrement à la lumière de la récente décision TELUS (traitée en détail ci-après), où une demande de convocation d'assemblée a été jugée invalide par le juge de première instance au motif que la demande avait été soumise par Services de dépôt et de compensation CDS inc. (« CDS »), à titre d'actionnaire inscrit, sans que le propriétaire véritable des actions y soit identifié. Bien que cette décision ait été infirmée en appel, les deux issues créent une certaine incertitude quant à savoir si des propriétaires véritables peuvent voir contester la validité de leur demande. La prudence dicterait donc aux propriétaires véritables cherchant à demander la convocation d'une assemblée soit de se faire transférer leurs actions sous forme nominative soit, sinon, de soumettre une demande à laquelle adhèrent non seulement le propriétaire inscrit, comme CDS, mais aussi les propriétaires véritables.

Les exigences applicables à la demande de convocation d'une assemblée sont techniques et les tribunaux s'attendent à ce qu'elles soient rigoureusement respectées.

Une demande de convocation d'assemblée visant l'élection de nouveaux administrateurs doit inclure le nom et les qualifications professionnelles des candidats proposés.

04

Initiatives des actionnaires

Les tribunaux sont réticents à remettre en question le raisonnement d'un conseil au sujet de ce qui constitue un « délai raisonnable » entre la convocation et la tenue d'une assemblée demandée.

Dès la réception d'une demande valide proposant des questions valides à l'ordre du jour de l'assemblée des actionnaires, 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. 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 sa décision de 2013 dans l'affaire *Marks v. Intrinsic Software International*, 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'indiquer quelque préjudice précis il subirait en raison du retard. La Cour a noté que, dans ces cas, le rôle du tribunal est de déterminer si le conseil a fait preuve de la prudence et de la diligence voulues en prenant sa décision quant au moment de la tenue de l'assemblée, et non de remettre en question le raisonnement derrière cette décision, d'après un examen soigné de nombreux facteurs.

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 : les lois en matière de personnes morales ne donnent que peu d'indications et il n'y a guère de précédents en la matière étant donné que la société convoque à peu près toujours l'assemblée demandée.

Par ailleurs, un actionnaire peut demander au tribunal d'ordonner à la société à tenir une assemblée. Bien que ce droit prévu par la loi soit clairement garanti, l'affaire *Wells v. Bioniche* laisse planer une incertitude quant à savoir si ce droit serait entériné par les tribunaux en cas de contestation. Dans cette affaire, les actionnaires présentant la demande de convocation d'assemblée cherchaient à exercer leur droit en vertu de la LCSA de convoquer une assemblée à une

date antérieure à la date prévue par le conseil. Bien que la Cour ait conclu que le droit d'un actionnaire de convoquer une assemblée lorsqu'un conseil refuse de le faire s'applique même lorsqu'un conseil a déjà fixé une date de clôture des registres, la Cour a ajouté [Traduction] qu'« il est improbable qu'un tribunal confirme une assemblée convoquée par un actionnaire » dans des circonstances où s'applique l'une des exceptions à l'obligation du conseil de convoquer une assemblée. La signification exacte de cette déclaration demeure incertaine. Doit-on comprendre qu'un actionnaire a encore le droit de convoquer et de tenir une assemblée, mais que la décision des actionnaires à l'assemblée peut être contestée ? Le droit prévu par la loi pour l'actionnaire de se faire rembourser qui s'applique par ailleurs serait-il supprimé ? Seul un examen futur saura faire la lumière sur la question.

Notre recherche a révélé qu'en fait, le droit de demander la convocation d'une assemblée n'est exercé qu'assez sporadiquement. Notre examen des assemblées des actionnaires demandées, dont les résultats ont été communiqués au public entre 2008 et 2012, a révélé que seules 62 demandes de convocation d'assemblée avaient été présentées au cours de cette période de cinq ans. De celles-ci, seul un pourcentage minime avait en fait mené à une course aux procurations, ce qui laisse entendre que les préoccupations de certains observateurs concernant le fort potentiel d'influence de cet outil auprès des émetteurs sont peut-être exagérées. Néanmoins, les actionnaires peuvent se prévaloir du droit de demander la convocation d'une assemblée et il peut s'agir d'un moyen important pour l'actionnaire présentant la demande d'enclencher un dialogue avec le conseil et pour les parties de chercher une solution concertée pour répondre à son insatisfaction en évitant une course aux procurations très médiatisée et coûteuse.

Propositions de listes courtes de candidats : la nouvelle réalité

Les lois canadiennes en matière de personnes morales prévoient 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 » ou « renouvelables par tranches » 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



De plus en plus, les courses aux procurations se rapportent à des questions de gouvernance et comportent des propositions de « listes courtes de candidats », qui visent à changer seulement une partie du conseil.

04

Initiatives des actionnaires

assemblée annuelle, un dissident est en mesure de faire élire ses candidats pour occuper la totalité ou une majorité des sièges au conseil.

Bien que des conseils à renouvellement échelonné ou renouvelables par tranches qui empêchent un résultat similaire existent encore aux États-Unis, ils sont de plus en plus surveillés et plusieurs émetteurs les délaissent afin de permettre aux actionnaires de voter annuellement pour l'élection de tous les administrateurs. Il s'agit d'une orientation attribuable en partie aux recommandations des agences de conseil en vote comme ISS et Glass Lewis. Par exemple, dans les lignes directrices américaines et canadiennes en matière de vote par procuration établies en 2013 par Glass Lewis, cette dernière préconise l'élimination des conseils renouvelables par tranches en faveur de l'élection annuelle d'administrateurs, au motif que les conseils renouvelables par tranches n'auraient pas à répondre autant de leurs actes devant les actionnaires. De la même façon, ISS indique dans ses lignes directrices américaines et canadiennes de 2013 en matière de vote par procuration qu'elle recommandera de voter « pour » des propositions visant l'élimination des conseils renouvelables par tranches et la tenue d'élections d'administrateurs annuelles; elle recommandera également de voter « contre » toute proposition visant à faire échelonner le renouvellement d'un conseil.

Au Canada, les courses aux procurations ont par le passé cherché à faire remplacer le conseil dans son ensemble. Les courses aux procurations sont de plus en plus axées sur des questions de gouvernance et les dissidents se servent de propositions de « listes courtes de candidats » pour changer moins que l'ensemble du conseil. Des exemples de cette évolution dans de récentes courses aux procurations incluent : la proposition de Mineral Deposits Ltd. visant à faire élire trois candidats au conseil de Teranga Gold Corporation; la course lancée par Dundee Corp. en vue du remplacement de deux membres du conseil de Formation Metals Inc.; la proposition de JEC Capital Partners' visant à faire élire deux administrateurs au conseil d'Ithaca Energy Inc.; la proposition d'André Tanguay visant à remplacer trois administrateurs à Solid Gold Corp.; la course lancée par JANA Partners LLC (« JANA ») en vue de l'élection de cinq administrateurs au conseil d'Agrium Inc. (« Agrium »).

Nous nous attendons à ce que ce virage se poursuive et que des propositions de listes courtes de candidats soient présentées en plus grand nombre dans des courses comportant des propositions de dissidents visant à changer la composition des conseils. Bien qu'ISS et Glass Lewis votent au cas par cas dans des élections d'administrateurs avec opposition - tenant compte de divers facteurs, y compris le rendement du conseil, les résultats obtenus par la direction et les qualifications professionnelles des candidats figurant sur les listes de la direction et des dissidents - typiquement, les investisseurs cherchant à changer la composition du conseil trouveront qu'il est plus aisé d'obtenir

l'appui d'ISS et de Glass Lewis dans des cas où ils proposent une liste courte de candidats sans chercher le contrôle majoritaire du conseil. Par exemple, ISS indique dans ses lignes directrices canadiennes de 2013 en matière de vote par procuration que lorsqu'un dissident cherche à occuper la majorité des sièges au conseil, le fardeau de démontrer que le changement est justifié augmente, nécessitant que le dissident fournisse un plan détaillé et bien étayé, y compris les initiatives stratégiques du dissident, un plan de transition et l'identification d'une nouvelle équipe de direction qualifiée et crédible. Lorsqu'un dissident cherche à occuper une minorité des sièges au conseil, le fardeau de la preuve imposé est moindre. ISS n'exigera pas de plan d'action détaillé et le dissident n'est pas tenu de démontrer que son plan est préférable à celui du conseil en fonctions. Le dissident n'aura plutôt qu'à démontrer que le changement au conseil est préférable au statu quo et que sa liste de candidats ajoutera de la valeur aux délibérations du conseil.

Chose intéressante, les récentes courses aux procurations menées par JANA à l'égard d'Agrium et par Pershing Square Capital Management, LP (« Pershing Square ») à l'égard de Chemin de fer Canadien Pacifique Limitée comportaient des propositions de listes courtes de candidats et ont obtenu l'appui d'ISS à différents niveaux. Nous nous attendons donc à voir un plus grand nombre de propositions de listes courtes de candidats.

Procuration générale : un outil important tant pour les émetteurs que pour les activistes

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

La capacité d'utiliser une procuration générale au Canada est un outil important dont peuvent se prévaloir les activistes, puisqu'il permet d'offrir aux actionnaires l'option de choisir parmi *tous* les candidats à l'élection, notamment une combinaison de candidats parmi ceux de la direction et ceux du dissident. Pour de nombreux actionnaires, le formulaire du dissident devient ainsi une



Les règles canadiennes sur la sollicitation de procurations permettent l'utilisation du formulaire de procuration de type « scrutin universel » ou « procuration générale », qui inclut à la fois le nom des candidats présentés par la direction et celui des candidats du dissident.

04

Initiatives des actionnaires

Des procurations générales peuvent constituer un avantage informationnel pour les émetteurs et les dissidents qui y ont recours.

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 logique. Par exemple, lorsqu'un actionnaire appuie un dissident, mais qu'il considère la liste proposée par le dissident comme étant trop longue, un scrutin universel permettrait à l'actionnaire de voter pour un sous-ensemble des candidats du dissident tout en votant pour un ou plusieurs candidats de la direction.

Une procuration générale a été utilisée avec succès pour la première fois au Canada dans la course aux procurations de Pershing Square contre Chemin de fer Canadien Pacifique. 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. Dans la lutte opposant JANA à Agrium au début de cette année - dans le cadre de laquelle le fonds de couverture américain a cherché, notamment, à faire élire cinq candidats dissidents au conseil de 12 personnes d'Agrium - JANA a utilisé une procuration quasi générale, dans laquelle elle offrait aux actionnaires le choix de voter parmi sept administrateurs en fonctions que JANA pouvait accepter, en plus de cinq candidats nommés par JANA sur son formulaire de procuration, contrairement à Agrium qui n'avait énuméré que les 12 administrateurs en fonctions sur son formulaire de procuration. Bien que JANA n'ait pas réussi à faire élire ses candidats, l'utilisation d'une procuration quasi générale a néanmoins procuré aux actionnaires une plus grande liberté de choix parmi les candidats en fonctions et les candidats dissidents que ne leur offrait l'émetteur.

L'utilisation d'une procuration générale peut également constituer un important avantage informationnel pour les émetteurs et les dissidents et, lorsqu'elle est utilisée par des émetteurs, pour leur direction. En l'absence d'une certaine forme de protocole d'entente entre un dissident et l'émetteur, typiquement, aucune partie n'aura accès aux procurations soumises sur le formulaire de l'autre partie. Par conséquent, il pourrait être difficile dans des courses aux procurations de connaître avant que le processus soit bien engagé le niveau relatif de soutien obtenu par la direction et les dissidents, respectivement. En utilisant une procuration générale, et en convainquant les actionnaires d'utiliser cette procuration pour exprimer leur voix, les émetteurs et les dissidents peuvent se faire une meilleure idée et être mieux assurés de leurs perspectives relatives de succès d'avance en raison de leur accès à toutes les procurations qu'ils ont reçues.

→ Achat de votes et rémunération des candidats aux postes d'administrateurs

La course aux procurations très médiatisée dans le cadre de laquelle le fonds de couverture américain JANA a cherché à faire élire cinq candidats au conseil d'Agrium a fixé l'attention sur deux enjeux importants : (i) la pratique des sociétés qui consiste à rémunérer des courtiers pour avoir sollicité des votes favorables auprès d'actionnaires particuliers; (ii) le recours par un dissident à la rémunération des candidats aux postes d'administrateurs. L'utilisation de ces tactiques peut avoir eu une incidence importante sur le niveau relatif de soutien reçu par Agrium et JANA dans la course aux procurations. Compte tenu de la montée continue de l'activisme, nous nous attendons à ce que ces enjeux attirent l'attention des autorités de réglementation canadiennes.

ACHAT DE VOTES

Par le passé, le recours à la rémunération des courtiers-démarcheurs ne se voyait que dans le cadre d'offres publiques d'achat et d'opérations similaires. Dans le cadre de ces opérations, les initiateurs cherchant à mener à bien leurs offres ou leurs plans d'arrangement retenaient les services d'un courtier pour qu'il mette sur pied un groupe de courtiers-démarcheurs qui rémunérerait les courtiers (aux frais de l'initiateur) pour qu'ils veillent à ce que leurs clients particuliers déposent leurs titres en réponse à l'offre ou votent pour l'arrangement. La rémunération sert de commission versée aux courtiers en contrepartie du dépôt par leurs clients et est conçue pour inciter les courtiers à prendre contact avec des actionnaires qui ne bénéficieraient pas, par ailleurs, de l'avantage de recevoir de l'information importante au sujet de l'offre en l'absence de telles mesures incitatives. Bien que la pratique ait soulevé certaines 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 ou voter pour l'opération, la pratique est devenue plutôt courante.

Jusqu'en 2012, le recours à la rémunération des courtiers-démarcheurs s'était limité à des opérations visant la société et n'avait jamais été utilisé dans le cadre de courses aux procurations relatives à l'élection d'un conseil d'administration. En 2012, EnerCare Inc. (« EnerCare ») a mené une course aux procurations qui a changé la donne. Dans cette course, la direction

Le recours à la rémunération des courtiers-démarcheurs pour obtenir le soutien d'actionnaires lors de courses aux procurations au Canada est une pratique récente et controversée.

04

Initiatives des actionnaires

Dans le cadre d'élections au conseil avec opposition, la rémunération des courtiers-démarcheurs, ou l'« achat de votes », est surveillée de près et peut être mal vue par les tribunaux.

d'EnerCare a formé un groupe de courtiers-démarcheurs pour rémunérer les courtiers qui obtiennent 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, la question n'a pas suscité beaucoup d'attention à l'époque en raison du peu de médiatisation de la course et du fait que les votes d'actionnaires particuliers n'étaient pas importants pour son issue.

En revanche, la découverte par JANA de la rémunération des courtiers-démarcheurs offerte par Agrium dans le cadre de sa 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 le caractère de la pratique, non seulement dans le cadre de courses aux procurations en vue d'élections au conseil, mais aussi dans le contexte élargi des fusions et acquisitions. Dans le cas d'Agrium, la société avait conclu une convention aux termes de laquelle les courtiers étaient rémunérés à raison de 0,25 dollar par action pour chaque actionnaire qui voterait pour 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 qu'au cours de la dernière semaine de la course.

La réaction des actionnaires et du public à l'utilisation par Agrium de cette rémunération dans le contexte de l'élection d'administrateurs a été négative. De nombreuses organisations d'actionnaires et de nombreux observateurs ont condamné la pratique, particulièrement dans le contexte d'une élection au conseil. La Coalition canadienne 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 de votes » par Agrium était incompatible avec les principes fondamentaux de la démocratie pour les actionnaires et avec les devoirs fiduciaires des administrateurs. Le quotidien a également publié un éditorial critiquant le conseil d'Agrium pour avoir adopté la pratique.

Bien qu'il soit peut-être strictement légal au Canada selon certains observateurs, le paiement d'une rémunération à des courtiers-démarcheurs par un conseil pour l'aider à se faire réélire soulève un certain nombre de questions d'ordre juridique et politique. Est-il approprié d'exercer les pouvoirs de la société dont est investi le conseil pour autoriser l'utilisation des fonds de la société pour créer des incitations pour les courtiers en vue de l'obtention 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. Selon Agrium, le paiement de la rémunération dans son cas était censé faire augmenter les chances de transmettre de l'information aux actionnaires particuliers et assurer leur participation à l'assemblée, étant donné l'importance de

l'élection; Agrium a soutenu qu'en l'absence de tels paiements incitatifs aux courtiers, il aurait été par ailleurs impossible de communiquer avec ces actionnaires. Toutefois, selon les modalités du paiement, les courtiers n'étaient pas simplement récompensés pour avoir obtenu les votes de leurs clients. En fait, ils étaient plutôt payés uniquement si les votes étaient favorables au conseil en fonctions et si tous ses membres en fonctions étaient élus, ce qui soulève la question de savoir si l'utilisation des fonds de la société pour obtenir un tel résultat pourrait constituer un manquement aux devoirs fiduciaires des administrateurs.

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 refusent de se livrer à 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 14 a-2* prise en application de la *Securities Exchange Act of 1934* des États-Unis (la « Loi de 1934 »). En revanche, certains ont affirmé que la pratique n'est pas interdite au Canada. Toutefois, chose intéressante, les règles canadiennes applicables à la sollicitation de procurations sont essentiellement semblables aux règles aux États-Unis qui sont invoquées comme interdisant la pratique. Une autre explication possible de la démarche différente suivie aux États-Unis est le devoir différent d'un courtier envers son client et le point de vue selon lequel les courtiers ne devraient pas se placer en situation de conflit d'intérêts avec leurs clients.

Nous sommes d'avis que les autorités de réglementation des valeurs mobilières du Canada sont en voie d'examiner le cadre réglementaire existant et de décider s'il y a lieu d'édicter de nouvelles règles interdisant la pratique. Dans l'intervalle, en raison de la réaction négative des actionnaires et de la presse face à cette pratique, nous ne nous attendrions pas à ce qu'on se livre encore à cette pratique dans le cadre d'une élection au conseil avec opposition.

RÉMUNÉRATION DES CANDIDATS AUX POSTES D'ADMINISTRATEURS

Pour relever le défi de faire entrer des candidats compétents dans l'arène d'une course aux procurations, certains activistes ont offert une rémunération aux candidats aux postes d'administrateurs. Dans deux courses aux procurations très médiatisées en 2013, l'une au Canada et l'autre aux États-Unis, cette pratique s'est trouvée en butte à des attaques.

Au Canada, JANA a conclu des ententes avec les cinq candidats qu'elle cherchait à faire élire au conseil d'Agrium pour leur verser un paiement

04

Initiatives des actionnaires

La rémunération des candidats après leur élection pose divers problèmes et elle est très critiquée par les observateurs du paysage de la gouvernance.

en espèces fixe de 50 000 dollars chacun, majoré d'une participation aux bénéfices que JANA générerait de sa propriété d'actions d'Agrium au cours d'une période de trois ans.

La rémunération que JANA a offerte à ses candidats est devenue l'un des points de mire de l'attaque d'Agrium contre JANA dans la course. Agrium a qualifié les participations aux bénéfices de « laisses dorées » qui compromettaient l'indépendance des candidats de JANA. Agrium soutenait qu'il s'agissait d'une rémunération à court terme qui incitait les candidats à prendre des mesures au détriment de la valeur à long terme d'Agrium et qui compromettrait la capacité du conseil de fonctionner. JANA a justifié la rémunération en notant qu'elle n'imposait aux candidats aucune obligation autre que celle de 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.

La rémunération a donné lieu à des commentaires très négatifs de la part de l'agence de conseil en vote Glass Lewis; plusieurs actionnaires qui en dernière analyse ont donné leur appui à Agrium ont également noté leur opposition. Par exemple, 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 offerte par JANA à ses candidats pourrait avoir des effets négatifs sur le conseil, y compris un manque d'indépendance, un vote morcelé et une efficacité réduite. L'Office d'investissement du régime de pensions du Canada a également exprimé sa préoccupation relativement à la rémunération offerte par JANA dans l'annonce de son appui au conseil d'Agrium. Dans une course serrée, la rémunération des candidats de JANA a probablement nuit à la capacité d'obtenir de celle-ci l'appui nécessaire des actionnaires.

Au même moment que JANA menait sa course contre Agrium, Elliott Management Corp. (« Elliott Management ») s'était engagée dans sa propre course aux procurations contre Hess Corp. (« Hess ») aux États-Unis. À l'instar de JANA, Elliott Management avait offert une rémunération comportant des incitations au rendement à ses candidats qui a 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 à leur 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 pour la renonciation et le règlement laisse entendre que la rémunération avait peut-être fait obstacle à la discussion sur le règlement.

Bien qu'il soit probable que la rémunération payée par des activistes pendant une course aux procurations continue d'être acceptable, la rémunération des candidats postérieure à l'élection et financée par l'activiste sera examinée de près par les actionnaires et les émetteurs, et les activistes peuvent s'attendre à ce que cette pratique continue d'être fortement critiquée.

→ Équilibre judiciaire des droits des actionnaires et du pouvoir du conseil

RECOURS EN CAS D'ABUS ET DÉCISION MOSQUITO

Outre l'accent mis par les autorités de réglementation sur l'engagement des actionnaires, les tribunaux canadiens observent aussi avec beaucoup d'attention la conduite des émetteurs et des actionnaires dans des situations d'activisme.

Les courses aux procurations au Canada comportent un élément important, soit le « recours en cas d'abus » dont peuvent se prévaloir les actionnaires en vertu du droit canadien des sociétés 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 injustifiée de la part du conseil d'administration.

Le recours en cas d'abus confère aux tribunaux un vaste 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 réaction à des mesures prises par le conseil d'administration visé dans le contexte d'une course aux procurations. Une revendication gagnée peut entraîner l'invalidation d'un résultat obtenu à l'assemblée et l'obligation de tenir une nouvelle assemblée.

Dans l'affaire du mois d'août 2012, *International Energy and Mineral Resources Investment (Hong Kong) Company Limited v. Mosquito Consolidated Gold Mines Limited*, le recours en cas d'abus a été invoqué 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 de vive voix au téléphone

Les tribunaux disposent d'un vaste pouvoir dans le cadre du recours en cas d'abus, qui peut être un outil important lors de courses aux procurations pour les actionnaires qui sont d'avis que l'on porte atteinte à leurs attentes raisonnables, que l'on n'en tient pas compte ou qu'on les opprime.

04

Initiatives des actionnaires

Les actions « de concert » et la déclaration selon le système d'alerte sont des facteurs importants dans les courses aux procurations et les opérations visant les sociétés.

les instructions de vote des actionnaires particuliers. En plus de conclure que l'utilisation de Télévote était abusive en raison du manque de sauvegarde pour s'assurer de l'authentification des instructions de vote, la Cour suprême de la Colombie-Britannique a souligné que l'utilisation de Télévote par la direction après que les dissidents se soient manifestés et que la course soit amorcée a créé un déséquilibre 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 ».

INFORMATION SUR LE VOTE PAR PROCURATION DES DISSIDENTS ET DÉCISIONS SMOOTHWATER ET ST. ELIAS

La décision du mois d'août 2013 de la Cour du banc de la Reine de l'Alberta dans l'affaire *Genesis Land Development Corp. v. Smoothwater Capital Corporation et al.* est également instructive et met l'accent sur l'importance pour les actionnaires activistes de communiquer au public une information exhaustive et exacte, en temps opportun, lors de courses aux procurations. Après l'envoi par Genesis Land Development Corp. (« Genesis ») de ses documents de procuration en vue de son assemblée générale annuelle prévue, dans lesquels elle proposait une liste de huit candidats à l'élection au conseil de Genesis, Smoothwater Capital Corporation (« Smoothwater ») a entamé plusieurs discussions avec la direction, insistant en vain pour que des changements soient apportés au conseil de Genesis. En juillet 2013, Smoothwater a lancé une course aux procurations et a publié une circulaire de procurations de dissident dans laquelle elle proposait sa propre liste de sept candidats. En réponse à la circulaire de dissident, Genesis a intenté une poursuite devant la Cour demandant, entre autres choses, une ordonnance privant Smoothwater (qui détenait environ 22 % des actions de Genesis) et d'autres actionnaires, à savoir Liberty Street Capital Corp. (« Liberty »), Garfield Mitchell (propriétaire de Smoothwater), son frère Mark Mitchell (membre du conseil de Genesis et important actionnaire détenant une participation de presque 10 %) et Edwin Nordholm (dirigeant de Liberty), de leur droit d'exercer les droits de vote rattachés à leurs actions à l'assemblée générale annuelle. Dans l'instance, Genesis alléguait que ces parties défenderesses « agissaient de concert » et qu'elles avaient omis de divulguer, comme l'exigent les lois applicables en matière de valeurs mobilières, leurs intentions communes de prendre le contrôle du conseil de la société.

Smoothwater et son fondateur, Garfield Mitchell, avaient déposé plusieurs déclarations selon le système d'alerte menant au lancement officiel de la course aux procurations. Toutefois, ils ont déposé la plupart des déclarations en retard et, chose très importante, en aucun cas n'y indiquaient-ils qu'ils agissaient de concert avec d'autres. Bien qu'en fin de compte Smoothwater, Liberty et leurs dirigeants, Messieurs Mitchell et Nordholm, aient conclu une convention de vote à la fin de juillet 2013, la Cour a jugé que les parties avaient agi de concert

à compter du 8 juillet, qui était la date à laquelle toutes ces parties et Mark Mitchell avaient tenu une conférence téléphonique à laquelle participait l'agence de sollicitation de procurations Kingsdale Shareholder Services Inc. Malgré les diverses communications et tractations des parties défenderesses avant le 8 juillet, la Cour a conclu que la preuve n'avait pas démontré que les parties défenderesses agissaient de concert avant cette date, ce que Genesis devait prouver selon la prépondérance des probabilités.

En fin de compte, la Cour a tranché en faveur de Genesis, concluant que les parties défenderesses agissaient de concert et qu'elles avaient omis de faire les déclarations appropriées. De ce fait, la Cour a reporté l'assemblée générale annuelle d'un autre mois, pour permettre aux parties défenderesses de faire les déclarations voulues et donner au marché suffisamment de temps pour traiter l'information. Genesis et Smoothwater ont fini par s'entendre de sorte que certains des candidats de Smoothwater ont été nommés au conseil de Genesis, y compris Stephen Griggs, chef de la direction de Smoothwater, qui est également devenu président du conseil de Genesis. Toutefois, le règlement exigeait aussi que Smoothwater appuie plusieurs des candidats de la direction de Genesis, en plus de s'abstenir, pendant deux ans, de lancer une course aux procurations ou une offre publique d'achat visant Genesis.

L'affaire est intéressante puisqu'elle confirme que la déclaration selon le système d'alerte est pertinente à des fins dépassant le simple cadre du signalement d'offres publiques d'achat. En fait, dans sa décision, la Cour a accepté les objectifs généraux récemment attribués au régime du système d'alerte dans le projet de modification du système des ACVM publié au début de cette année, y compris l'objectif de prévision des questions relatives aux procurations. La Cour a également conclu que, d'après son analyse, l'expression « agir de concert » ne se limitait manifestement pas au contexte des offres publiques d'achat, comme le soutenaient les parties défenderesses, mais qu'elle s'appliquait aussi aux courses aux procurations.

Une autre affaire récente, soit la décision de juin 2013 de la Cour suprême de la Colombie-Britannique dans *Hastman v. St. Elias Mines Ltd.*, illustre également l'importance de faire les déclarations appropriées dans le cadre de courses aux procurations. Dans cette instance, un groupe d'actionnaires dissidents, dont faisaient partie Darcy et Gilby Hastman, ont entrepris une campagne de sollicitation de procurations et ont rédigé une circulaire de dissident proposant l'élection de cinq candidats au conseil de St. Elias Mines Ltd. (« St. Elias »). Le lendemain de la publication de la circulaire, St. Elias a avisé les dissidents de ses préoccupations concernant l'information insuffisante et trompeuse contenue dans la circulaire et a recommandé aux dissidents d'envoyer par la poste aux actionnaires une circulaire de dissident corrigée et de noter publiquement les corrections dans un communiqué. Toutefois, les dissidents ont choisi de ne rien



Les tribunaux examineront le caractère adéquat des déclarations et tiendront compte de leur exactitude et à-propos.

04

Initiatives des actionnaires

faire pour remédier à la question. Bien que les dissidents aient obtenu plus de 90 % des voix en faveur de leurs candidats à l'assemblée générale annuelle de St. Elias, le président du conseil de St. Elias a refusé d'accepter les procurations. Les dissidents ont exercé un « recours en cas d'abus » et ont cherché à faire annuler les résultats de l'assemblée générale annuelle, soutenant que leur circulaire ne contenait aucune information fautive ou trompeuse et que le refus des procurations des dissidents était abusif.

La Cour suprême de la Colombie-Britannique n'était pas du même avis. La Cour a jugé que l'information fournie par les dissidents était insuffisante et trompeuse parce qu'elle ne révélait pas que deux des candidats ne pouvaient pas en fait siéger au conseil de St. Elias étant donné qu'ils n'avaient pas donné leur consentement pour agir à titre d'administrateurs avant l'assemblée générale annuelle, comme l'exigeaient les statuts de St. Elias. De plus, un candidat avait été déclaré, en vertu des règles de la Bourse de croissance TSX, inapte à siéger au conseil en raison de sanctions qui lui avaient été imposées en 2010. En l'absence de ce candidat, qui était le seul candidat dissident ayant une expérience antérieure à titre d'administrateur d'une société ouverte, la liste des candidats dissidents n'aurait pas été conforme aux règles applicables de la Bourse de croissance TSX, qui exigent qu'au moins un candidat ait de l'expérience à titre d'administrateur d'une société ouverte.

Un facteur important du succès de St. Elias dans cette affaire est fort probablement le fait que le président du conseil de St. Elias avait avisé préalablement les dissidents des insuffisances et qu'il leur avait donné la possibilité raisonnable d'y remédier. La Cour a déclaré que [Traduction] « les actionnaires dissidents avaient la responsabilité de s'assurer que la circulaire était exhaustive et exacte avant de la publier. Ils ne se sont pas acquittés de cette responsabilité, mais ont plutôt élaboré un document qui omettait de l'information importante et qui donnait de l'information trompeuse ». La Cour a ajouté que, en raison des choix et des agissements des dissidents, ou de leur absence, St. Elias se devait de refuser les procurations pour protéger les actionnaires et éviter qu'ils élisent un groupe de candidats inaptes à siéger qui ne profiterait pas à l'émetteur.

VOTE VIDE ET DÉCISION TELUS

La question du « vote vide », ou l'exercice du pouvoir de vote en l'absence d'une participation correspondante, a attiré beaucoup d'attention au cours des deux dernières années par suite de l'opposition de Mason Capital Management LLC (« Mason ») à la restructuration du capital qu'avait proposée TELUS Corp. (« TELUS »), 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 avec 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. Aux termes de la proposition, les actions sans droit de vote seraient converties en actions ordinaires avec droit de vote à raison d'une action pour une. À la suite de l'annonce, l'écart historique de 4 % à 5 % entre les cours des deux catégories d'actions s'est réduit. Après l'annonce, Mason Capital a acquis près de 19 % des actions avec droit de vote, mais elle a couvert cette position en vendant à découvert des actions avec droit de vote et des actions sans droit de vote, si bien que l'exposition financière de Mason 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 dans 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 les cours des actions avec 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 avec 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 la veille de son assemblée annuelle de mai 2012. Toutefois, dans son annonce, TELUS a confirmé son engagement à réaliser un regroupement d'actions à raison d'une action pour une.

Par la suite, Mason a présenté, par l'intermédiaire de CDS à titre de détenteur inscrit, 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 détenteurs d'actions avec droit de vote dans le cadre de toute élimination de la composition du capital-actions à deux catégories de TELUS. Celle-ci 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 par voie d'un plan d'arrangement, encore une fois à raison d'une action pour une action, dans le cadre d'une opération structurée de manière à ne nécessiter que l'approbation des détenteurs de la majorité des actions avec droit de vote, laquelle serait examinée par les actionnaires à une assemblée des actionnaires tenue à une nouvelle date prévue. Aux termes de cette structure révisée, Mason avait beaucoup moins de chances de faire obstruction à l'approbation du regroupement. Peu de temps après, Mason a, par l'intermédiaire de CDS, envoyé un avis aux actionnaires de

04

Initiatives des actionnaires

Les « détenteurs de droits de vote vides », ou ceux qui exercent un droit de vote sans détenir une participation financière correspondante, pourraient de plus en plus voir contester la légitimité de l'exercice de leur droit de vote d'actionnaire.

TELUS convoquant sa propre assemblée des actionnaires immédiatement avant l'assemblée prévue.

TELUS a présenté une demande devant la Cour suprême de la Colombie-Britannique pour faire annuler la demande de Mason et empêcher la tenue de l'assemblée des actionnaires convoquée par celle-ci. En premier lieu, la Cour a déclaré invalide la demande de Mason en raison de certaines questions de procédure, y compris le fait qu'elle n'était pas conforme à la législation applicable en matière de personnes morales et parce que la demande n'identifiait pas les propriétaires véritables pour le compte desquels CDS avait présenté la demande. Bien que la Cour ne se soit pas prononcée sur la question du « vote vide », elle a envoyé un message clair contre la pratique, 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, dans sa décision d'octobre 2012, infirmé la décision du tribunal inférieur et rétabli la demande de Mason. La Cour d'appel s'est prononcée contre la conclusion du tribunal inférieur voulant que la loi applicable en matière de personnes morales confère aux tribunaux l'autorité d'empêcher Mason de demander la convocation d'une assemblée, et elle a conclu que Mason n'avait enfreint aucune loi. La Cour d'appel s'est également 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; la Cour a plutôt insisté qu'elle n'avait pas le pouvoir de priver un actionnaire de ses droits sur le fondement d'une présomption que celui-ci se livre à des activités de vote vide et a ajouté que dans la mesure où des cas de vote vide bouleversent les objectifs de la démocratie actionnariale, [Traduction] « le recours doit s'inscrire dans la modification de la législation ou de la réglementation ».

En fin de compte, la proposition de regroupement des actions de TELUS a été approuvée par les actionnaires. 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 pas été mis en doute lors de l'audience sur l'arrangement.

Bien que TELUS ait réussi en fin de compte à réaliser son regroupement d'actions, sa course contre 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 projets de modification par les ACVM de la déclaration selon le système d'alerte incluent des améliorations de l'obligation d'information visant à repérer des cas possibles de vote vide. Toutefois, les projets des ACVM ne modifieront pas les droits fondamentaux d'un porteur de droits de vote vides : pour ce faire, il faudrait probablement apporter des modifications à la législation sur les sociétés par actions canadienne.

➔ Politiques et règlements de préavis

Les lois sur les valeurs mobilières canadiennes et la plupart des lois en matière de personnes morales prévoient une exception aux règles de sollicitation de procurations qui permet aux actionnaires de ne pas envoyer de 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). Cette méthode de sollicitation est peu coûteuse et peut être efficace lorsque la propriété d'actions avec 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 contraintes limitent la manière dont un actionnaire se prévalant de cette exemption 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 nommant, en séance 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 canadien de la gouvernance de règlements ou de politiques de préavis obligeant l'actionnaire dissident à donner un préavis concernant les candidats qu'il propose au conseil afin que les nominations soient jugées valides à l'assemblée.

Bien qu'il existe une grande variété de politiques et de règlements de préavis, une politique ou un règlement de préavis fonctionnel vise typiquement au moins la période de préavis et oblige l'actionnaire investi du pouvoir de nomination à y révéler son identité et celle de ses candidats, la participation de l'actionnaire (y compris des participations financières synthétiques et des participations avec droit de vote) et ses arrangements ou ententes avec ses candidats (y compris des mécanismes de rémunération et des ententes de vote), en plus d'exiger des

Les exigences de préavis peuvent aider les conseils à se protéger contre les embuscades aux assemblées des actionnaires.

04

Initiatives des actionnaires

Il est recommandé d'adopter des règles relatives au préavis bien énoncées qui sont de portée raisonnable.

engagements de la part des candidats en ce qui concerne leurs fonctions et la conformité aux politiques et aux procédures de l'émetteur.

En ce qui concerne les émetteurs ayant déjà de telles politiques ou de tels règlements en place, à moins que l'avis approprié et l'information prescrite n'aient été donnés à l'émetteur, un tel candidat à un poste d'administrateur ne serait pas éligible lors de l'élection à l'assemblée des actionnaires. Par suite de la décision de juin 2012 de la Cour suprême de la Colombie-Britannique dans l'affaire *Northern Minerals Investment Corp. v. Mundoro Capital Inc.* (« Mundoro »), l'adoption de règlements de préavis et les principes qui sous-tendent leur utilisation sont maintenant admis par les tribunaux. Dans l'affaire Mundoro, la Cour 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 les affaires internes de la société. Selon la Cour, plutôt que d'enfreindre les droits des actionnaires, une telle politique garantit en fait un processus de nomination méthodique et assure que les actionnaires sont informés des enjeux à l'avance d'une assemblée et empêche un [Traduction] « groupe d'actionnaires de profiter 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 possibilité puisse se présenter ».

Après Mundoro, la Cour supérieure de justice de l'Ontario a examiné les dispositions en matière de préavis adoptées par Maudore Minerals Ltd., société minière canadienne, dans l'affaire *Maudore Minerals Ltd. v. The Harbour Foundation* (« Maudore »). Maudore soutenait que The Harbour Foundation, son actionnaire le plus important, ne s'était pas conformée à sa politique de préavis, laquelle exigeait des actionnaires qu'ils fournissent de l'information à l'avance sur toute liste d'administrateurs de rechange. Dans sa décision de juillet 2012, la Cour a soutenu l'adoption du règlement de préavis par Maudore et a conclu qu'il était important, car il veillait à ce que tous les actionnaires soient avisés suffisamment à l'avance d'une élection d'administrateurs avec opposition.

Avant les décisions Mundoro et Maudore, très peu de sociétés canadiennes avaient adopté des règlements de préavis, quoique leur utilisation aux États-Unis soit assez courante depuis des années. Toutefois, ces décisions jumelées à la tendance aux États-Unis semblent avoir incité d'autres sociétés canadiennes à le faire. Notre examen des circulaires de sollicitation de procurations de 2013 d'émetteurs figurant dans l'indice composé et dans l'indice des titres à petite capitalisation a permis de conclure qu'environ 80 émetteurs avaient adopté des politiques ou des règlements de préavis en 2013.

Il est probable que cette tendance se poursuive, surtout depuis qu'ISS et Glass Lewis se sont prononcées sur le sujet et ont indiqué dans leurs lignes directrices en matière de vote par procuration de 2013 que, même si les politiques et règlements de préavis seront examinés au cas par cas, elles les

appuieront généralement s'ils procurent un cadre raisonnable aux actionnaires pour la proposition de candidats aux postes d'administrateurs qui leur permet de présenter des candidats le plus tard possible avant la date de l'assemblée, dans la mesure du raisonnable. ISS et Glass Lewis indiquent que, pour être raisonnable, la date limite prévue par la société pour un préavis des actionnaires au sujet de la présentation de candidats aux postes d'administrateurs doit tomber au plus 65 jours et au moins 30 jours avant la date de l'assemblée annuelle. ISS indique également qu'elle appuie généralement les efforts supplémentaires déployés par les sociétés pour s'assurer de la divulgation complète de la position financière et de vote d'un dissident dans la société à condition que les exigences informationnelles soient raisonnables et qu'elles visent à fournir aux actionnaires l'information nécessaire pour leur permettre d'examiner les candidatures proposées aux postes d'administrateurs.

→ Projets de modification de la déclaration de propriété véritable

En mars 2013, les ACVM ont proposé une révision profonde du régime canadien du « système d'alerte » et du système connexe de « déclaration mensuelle ». En bref, le régime du système d'alerte exige actuellement que les actionnaires de sociétés ouvertes canadiennes déposent une déclaration selon le système d'alerte et publie un communiqué promptement après avoir acquis au moins 10 % de toute catégorie de titres de participation ou de titres avec droit de vote, et chaque fois par la suite qu'une tranche de 2 % supplémentaire est acquise. Sous le régime de déclaration mensuelle, qui prévoit une exception importante à la déclaration immédiate en vertu du régime du système d'alerte, plutôt que de déposer une déclaration immédiate, les « investisseurs institutionnels admissibles » peuvent déposer une déclaration dans les 10 jours qui suivent la fin du mois au cours duquel le seuil de 10 % est franchi. Voici certaines des principales modifications proposées :

- 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 avec droit de vote;
- la déclaration des diminutions de 2 % de la propriété des titres (et non uniquement les augmentations de 2 %, comme c'est le cas actuellement), et la déclaration de toute diminution de la propriété des titres lorsque celle-ci tombe en dessous de 5 % (à l'heure actuelle, la déclaration n'est obligatoire que lorsqu'un investisseur franchit le seuil);

Des modifications en profondeur du « système d'alerte » et des obligations de déclaration qui s'y rattachent ont été proposées. Des changements réglementaires importants sont à prévoir.

04

Initiatives des actionnaires

- l'exclusion des investisseurs du régime de déclaration mensuelle s'ils ont l'intention de solliciter des procurations;
- 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, ainsi que de faire d'autres déclarations améliorées;
- l'obligation pour l'investisseur d'inclure les « dérivés équivalents à des actions » (y compris des dérivés réglés en espèces) dans le calcul de sa propriété d'actions afin d'établir si le seuil de propriété de 5 % a été franchi.

Chacune des modifications proposées a généré des débats importants et soulevé des questions d'ordre juridique et politique. Deux d'entre elles méritent particulièrement que nous nous y attardions.

EXCLUSION DES INVESTISSEURS DU RÉGIME DE DÉCLARATION MENSUELLE S'ILS ONT L'INTENTION DE SOLLICITER DES PROCURATIONS

À l'heure actuelle, les « investisseurs institutionnels admissibles », comme les institutions financières, les organismes de placement collectif et les fonds de retraite, de même que les fonds d'investissement gérés par des conseillers inscrits, peuvent se prévaloir du régime de déclaration mensuelle, à moins que l'investisseur ne fasse ou n'ait l'intention de faire une offre publique d'achat visant les titres de l'émetteur ou ne propose ou n'ait l'intention de proposer une réorganisation, une fusion, un arrangement ou un regroupement d'entreprises similaire aux termes duquel l'investisseur obtiendrait une participation majoritaire dans l'émetteur. Les modifications proposées augmenteraient considérablement le nombre de circonstances dans lesquelles un actionnaire non passif perdrait l'habilité à se prévaloir du régime de déclaration mensuelle moins onéreux. Aux termes du projet des ACVM, l'investisseur qui sollicite ou a l'intention de solliciter des procurations auprès des actionnaires d'un émetteur relativement à des questions ayant trait à l'élection d'administrateurs serait privé du droit de se prévaloir du régime de déclaration mensuelle.

Nous nous attendons à ce que cette modification proposée fasse l'objet de nombreuses discussions. De nombreux investisseurs s'inquiètent que sa portée soit trop vaste, particulièrement parce que de nombreux investisseurs activistes ne sont pas en mesure d'influencer ou de contrôler un émetteur en agissant seuls. En outre, de nombreux investisseurs soulignent le fait que la plupart des activistes aujourd'hui ne cherchent pas à remplacer des conseils dans leur ensemble, ni même une majorité de ses membres, préférant plutôt des « listes courtes » de candidats. D'autres ont également dit s'inquiéter que la nature très large de la définition de « sollicitation » au sens des lois canadiennes puisse

faire en sorte que des investisseurs soient privés de leur droit de se prévaloir du régime de déclaration mensuelle par suite de simples discussions avec d'autres investisseurs.

La modification proposée s'inscrit en deçà de la distinction entre un investisseur actif et un investisseur passif prévue par la *Rule 13d* prise en application de la Loi de 1934. 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 auprès d'un petit nombre d'actionnaires. Certains observateurs ont recommandé que les modifications apportées au régime de déclaration mensuelle soient plus limitées, de sorte que les investisseurs ne soient exclus du régime que si l'actionnaire dépose une circulaire de dissident qui propose ou qui conteste une opération de prise de contrôle ou qui cherche à remplacer une majorité du conseil d'administration de l'émetteur.

OBLIGATION POUR L'INVESTISSEUR D'INCLURE LES « DÉRIVÉS ÉQUIVALENTS À DES ACTIONS » DANS LE CALCUL DE SA PROPRIÉTÉ D'ACTIONS

Les modifications proposées par les ACVM élargissent considérablement la portée des participations englobées dans le calcul selon le système d'alerte, qui doit inclure les positions de dérivés sur actions qui sont essentiellement équivalentes en termes financiers à un portefeuille d'actions ordinaires. Les dérivés équivalents à des actions engloberaient les dérivés (même les dérivés comme des contrats sur différence et des swaps sur rendement total) qui reproduisent essentiellement les conséquences financières de la propriété indépendamment du manque de contrôle sur les titres de référence et indépendamment du fait qu'ils sont réglés en espèces. À l'heure actuelle, la plupart des dérivés sur actions ne sont pas englobés, soit aux fins d'établissement de la participation totale d'un investisseur dans le calcul permettant de déterminer si le seuil a été franchi, soit aux fins de communication de l'information en vertu du régime du système d'alerte et du régime de déclaration mensuelle. Les modifications proposées feraient en sorte que les dérivés équivalents à des actions seraient englobés à ces deux fins.

Un certain nombre d'autres territoires ont déjà mis en œuvre des règles similaires dans leurs régimes de déclaration pour les porteurs de blocs. Plus particulièrement, les *Disclosure and Transparency Rules* (« DTR ») du Royaume-Uni s'appliquent depuis un certain temps à certains instruments financiers

04

Initiatives des actionnaires

admissibles comme les titres transférables, les options, les contrats à terme, les swaps, les contrats de garantie de taux et d'autres dérivés aux fins du calcul permettant de déterminer si le seuil a été atteint et aux fins de communication de l'information. Les DTR sont, pour de nombreux pays européens, considérés comme un modèle à cet égard, plusieurs d'entre eux ayant adopté des règles similaires.

Toutefois, d'autres s'inquiètent que la portée des modifications proposées par les ACVM à l'égard des dérivés constitue une généralisation de tous les dérivés et ce, à toutes les fins. Bien que plusieurs régimes de déclaration pour les porteurs de blocs incluent effectivement les instruments dérivés aux fins du calcul permettant de déterminer si le seuil de déclaration a été atteint et aux fins de communication de l'information, la plupart des régimes ont adopté une approche plus nuancée, intégrant des exceptions ou des exemptions à la règle, compte tenu du besoin d'équilibrer les frais et les avantages relatifs pour les émetteurs et les investisseurs. D'autres ont contesté les modifications proposées par les ACVM puisqu'elles semblent fondées sur la notion que les porteurs de dérivés ont le contrôle des droits de vote rattachés aux actions détenues par la contrepartie, ou sont en mesure d'exercer une influence à cet égard, ce qui est rarement le cas.

Les ACVM ont reçu environ 70 lettres de commentaires sur ces modifications et nous nous attendons à ce que les ACVM se prononcent encore au sujet de modifications possibles dans ce domaine, bien qu'il soit difficile de savoir à cette étape exactement quand cela se produira.

05

Surveillance des risques : les activités sur les marchés émergents

05

**Surveillance
des risques :
les activités sur
les marchés
émergents**



Au cours des dernières années, on a observé une augmentation du nombre d'inscriptions au Canada d'émetteurs étrangers et nationaux exerçant d'importantes activités à l'étranger, ce qui a permis d'examiner plus attentivement des pratiques de corruption à l'étranger, particulièrement sur les marchés émergents. Les sociétés minières et de ressources sont particulièrement pertinentes puisque souvent les actifs miniers de la plus haute qualité ont tendance à se trouver dans certains des environnements les plus difficiles au monde sur les plans politique, juridique et culturel.

Les nombreuses forces du marché canadien, y compris un système bancaire solide, une expertise dans le financement de sociétés de ressources et des régimes concurrentiels en matière de fiscalité et de redevances, ont attiré à ce jour au Canada plus de 57 % des sociétés minières ouvertes au monde. À la fin de 2012, plus de 50 % des sociétés minières ouvertes au monde étaient inscrites à la cote de la TSX et de la Bourse de croissance TSX (la « TSXV ») et 70 % des capitaux propres de sociétés minières réunis mondialement (environ 10,3 milliards de dollars) étaient réunis à la TSX et à la TSXV. La présence accrue des sociétés minières établies au Canada et leur apport au marché canadien replacent dans son contexte l'importance de la gestion des risques associés aux activités exercées dans des territoires étrangers.

En 2011, les autorités de réglementation canadiennes ont porté leur attention sur les risques associés aux émetteurs exerçant des activités sur des marchés émergents. La CVMO a entamé un examen réglementaire des émetteurs actifs sur les marchés émergents pour évaluer la qualité et l'exactitude de l'information et des pratiques en matière de gouvernance des émetteurs actifs sur les marchés émergents. La CVMO a signalé l'insuffisance de la surveillance de la direction par certains conseils et comités d'audit d'émetteurs actifs sur les marchés émergents et l'absence de contrôles internes adéquats permettant de rendre compte des environnements politique, juridique et culturel de territoires étrangers. En 2012, la CVMO a publié, sous forme d'avis au personnel, un guide destiné aux émetteurs actifs sur les marchés émergents, intitulé *Staff Notice 51-720 – Issuer Guide for Companies Operating in Emerging Markets* (disponible en anglais seulement). L'avis passait en revue les huit points suivants auxquels les émetteurs devaient porter attention lorsqu'ils exercent des activités sur des marchés émergents : le contexte commercial et opérationnel; les différences linguistiques et culturelles; la structure de l'entreprise; les parties apparentées; la gestion et la divulgation des risques; les contrôles internes; le recours aux experts et la dépendance à leur égard; la supervision de l'auditeur externe.

L'avis souligne que les administrateurs devraient avoir une connaissance et une conscience approfondies des environnements politique, juridique et culturel dans lesquels l'émetteur actif sur les marchés émergents exerce ses activités et que toute lacune à cet égard devrait être comblée. À plus forte raison, les administrateurs étrangers qui ignorent les exigences réglementaires



Les lignes directrices publiées en 2012 par la CVMO à l'intention des émetteurs actifs sur les marchés émergents soulignent que les administrateurs devraient avoir une connaissance et une conscience approfondies des environnements politique, juridique et culturel dans lesquels ils exercent leurs activités et que toute lacune à cet égard devrait être comblée.

05

Surveillance des risques : les activités sur les marchés émergents

canadiennes devraient également s'instruire à ce sujet. La CVMO a également conseillé vivement aux émetteurs actifs sur les marchés émergents d'examiner les risques entourant l'utilisation de structures d'entreprise complexes puisqu'elles peuvent produire de fausses impressions du rendement financier et mener à un détournement d'actifs occulte. Les conseils devraient également connaître les structures en place de manière à gérer efficacement les risques et à prendre des décisions bien éclairées dans l'intérêt de la société.

En outre, l'avis conseillait vivement aux émetteurs actifs sur les marchés émergents de reconnaître et de surveiller les opérations avec une personne reliée en raison des risques accrus sur les marchés étrangers attribuables aux différences de culture et d'exigences juridiques. Les émetteurs actifs sur les marchés émergents devraient se fonder sur les normes comptables canadiennes et la réglementation en valeurs mobilières dans leurs communications d'information et devraient divulguer ce qui suit : l'identité de la partie et la nature de la relation avec celle-ci, l'objectif commercial de la relation, le montant de l'opération et tout engagement continu, notamment contractuel.

En ce qui concerne les méthodes de gestion des risques, les conseils devraient définir les principaux risques liés aux activités commerciales poursuivies dans le territoire du marché émergent particulier, lesquels peuvent inclure ce qui suit :

- les facteurs politiques comme l'instabilité politique et toute modification arbitraire ou soudaine des lois locales;
- les cadres juridique et réglementaire des territoires étrangers où il y a moins de chances de faire appliquer les lois et exécuter les décisions;
- la corruption, l'agitation civile et l'incertitude économique;
- l'accès aux actifs;
- la possibilité d'expropriation ou de nationalisation des actifs.

Les émetteurs actifs sur les marchés émergents devraient indiquer les risques spécifiques de l'exercice d'activités sur un marché émergent et donner suffisamment de détails pour permettre aux investisseurs de prendre des décisions éclairées. L'information devrait également indiquer la méthode que le conseil ou le comité visé utilise pour superviser les processus de gestion des risques, y compris une description de la stratégie et des systèmes en place. Les émetteurs actifs sur les marchés émergents devraient tenir les investisseurs au courant des nouveaux risques définis au fur et à mesure qu'ils apparaissent et de la manière dont la société compte les gérer.

→ Le cas de SNC-Lavalin

Les mésaventures de Groupe SNC-Lavalin Inc. (« SNC-Lavalin ») et la publicité entourant ses pratiques au Bangladesh et dans plusieurs pays africains ont contribué à renforcer l'accent mis sur les pratiques de corruption à l'étranger. En 2011, la Gendarmerie royale du Canada (la « GRC ») a commencé son enquête sur la participation de SNC-Lavalin à un certain nombre de scandales de corruption. À ce jour, en vertu de la *Loi sur la corruption d'agents publics étrangers* (la « LCAPE »), la GRC a porté contre un certain nombre de dirigeants et d'employés de SNC-Lavalin des accusations de corruption, de fraude et de blanchiment de fonds en vue de l'obtention de contrats d'infrastructure lucratifs. Tout récemment, le 18 septembre 2013, la GRC a porté des accusations de corruption en vertu de la LCAPE contre un ancien haut dirigeant de SNC-Lavalin International Inc. et deux hommes d'affaires bangladais.

En 2012, la Banque mondiale a également ouvert une enquête sur les pratiques de corruption présumées de SNC-Lavalin. Le 17 avril 2013, la Banque a annoncé qu'elle avait conclu une entente de règlement avec SNC-Lavalin quant à la participation de cette dernière à certains stratagèmes de corruption. Le règlement prévoyait la radiation de SNC-Lavalin et de plus de 100 membres de son groupe pour une période de 10 ans en raison de la violation de la politique de la Banque en matière de fraude et de corruption. La radiation rendait SNC-Lavalin et les membres de son groupe nommés inadmissibles à obtenir des contrats financés par la Banque jusqu'en 2023. Les agissements de SNC-Lavalin l'ont conduite non seulement à devenir inadmissible à soumissionner en vue d'obtenir certains contrats, mais aussi à subir une chute appréciable en valeur sur le marché, une perte de talent à tous les niveaux et un dommage considérable à sa réputation.

→ Nouvelle ère de mise en application de la loi au Canada

Probablement par suite du cas de SNC-Lavalin, le Canada est maintenant en tête de la liste noire de la Banque mondiale, laquelle interdit aux sociétés radiées de participer à des projets financés par la Banque, ce qui a entraîné une mise en application plus stricte des dispositions contre la corruption au Canada, 35 enquêtes étant en cours en 2013, soit une augmentation appréciable comparativement aux années antérieures.

Citons, à titre d'exemple, l'enquête visant Griffiths Energy International (maintenant Caracal Energy Inc.) (« Griffiths »). En 2009, Griffiths a conclu une

05

Surveillance des risques : les activités sur les marchés émergents

convention de consultation de 2 millions de dollars avec une société américaine détenue en propriété exclusive par la conjointe de l'ambassadeur du Tchad au Canada et aux États-Unis. La convention était subordonnée à l'obtention par Griffiths de deux blocs d'exploration pétrolière. La convention de consultation suspecte a été découverte par la nouvelle équipe de direction de Griffiths en novembre 2011, moment auquel la société s'est volontairement dénoncée aux autorités canadiennes et américaines et a convenu d'un plan de partage de l'information. Griffiths a également mené une enquête interne qui a pris fin en mai 2012. En janvier 2013, Griffiths a conclu une entente de règlement avec les autorités canadiennes et a convenu de payer une amende de 10,35 millions de dollars, soit la plus lourde amende jamais imposée en vertu de la LCAPE.

Pour bien des gens, l'issue de ce cas est déconcertante puisqu'elle laisse entendre que les émetteurs ayant commis des actes de corruption qui se dénoncent eux-mêmes seront quand même passibles de sanctions sévères. Outre l'amende considérable que Griffiths a payée, elle a également engagé les frais liés à la tenue de sa propre enquête interne et à l'abandon de son projet de PAPE. Si l'autodénonciation est à conseiller, le Canada pourrait envisager d'adopter une approche semblable à celle de la SCE contre Ralph Lauren Corporation (« RLC »). Entre 2005 et 2009, Ralph Lauren Argentina a versé des pots-de-vin à certains représentants du gouvernement pour faciliter l'entrée des produits de RLC dans le pays sans avoir à remplir les documents requis et afin de se soustraire à l'inspection de produits interdits. Lorsqu'elle a découvert l'inconduite, RLC a pris l'initiative de déclarer la violation à la SEC et a collaboré pleinement à l'enquête de la SEC. En avril 2013, la SEC a annoncé qu'elle avait conclu une entente de non-poursuite avec RLC aux termes de laquelle la société remettrait un montant de 700 000 dollars en profits illicites et paierait une pénalité de 882 000 dollars. RLC n'a fait l'objet d'aucune accusation en vertu de la *Foreign Corrupt Practices Act* (la « FCPA ») des États-Unis. Il s'agissait de la première entente de non-poursuite conclue par la SEC et le département de la Justice des États-Unis.

L'approche de la SEC pourrait bien être plus efficace pour inciter les émetteurs à effectuer des examens internes et à prendre l'initiative de déclarer des cas d'inconduite. Inversement, on craint que la manifestation d'une clémence excessive à l'égard des émetteurs qui se dénoncent en cas d'inconduite n'ait des effets pervers, y compris l'augmentation du risque que les émetteurs ne mettent pas en place d'avance des processus adéquats de surveillance et de gestion des risques pour empêcher les cas d'inconduite de se produire, ce qui souligne l'importance de trouver un équilibre délicat entre la réglementation et la mise en application au fur et à mesure que les lois étrangères contre la corruption continuent d'évoluer et de s'étendre.

La décision de 2013 dans l'affaire *R v. Karigar* illustre également la détermination du Canada à appliquer les dispositions de la LCAPE aux pratiques commerciales à l'étranger. En août 2013, Nazir Karigar a été la première personne reconnue coupable en application de la LCAPE. Monsieur Karigar était accusé d'avoir conspiré en vue de la corruption d'Air India, entreprise de transport aérien contrôlée par l'État, pour obtenir des contrats d'affaires pour une société de sécurité canadienne qui était contrôlée par des dirigeants établis aux États-Unis. Monsieur Karigar soutenait que la LCAPE ne s'appliquait pas à ses activités parce que l'inconduite présumée s'était produite en Inde et qu'en outre la société de sécurité canadienne était contrôlée par des dirigeants non canadiens. La Cour supérieure de justice de l'Ontario a rejeté cet argument et a conclu que, parce que Monsieur Karigar était un Canadien et que les dirigeants américains planifiaient de se livrer à la corruption au profit d'une société canadienne, il existait un « lien réel et important » entre l'infraction commise à l'étranger et le Canada, et par conséquent, la LCAPE s'appliquait. Dans le contexte du développement de la mondialisation et de l'augmentation des inscriptions aux bourses canadiennes d'émetteurs étrangers et nationaux très actifs à l'étranger, ce cas, ainsi que les modifications récentes apportées à la LCAPE dont il est fait mention ci-après, soulignent la portée extraterritoriale des règlements contre la corruption à l'étranger, laissant entendre que peu d'émetteurs qui se livrent à une conduite suspecte seront indemnes de toute poursuite judiciaire.

Récente évolution législative

En juin 2013, le Projet de loi S-14, *Loi modifiant la Loi sur la corruption d'agents publics étrangers* a reçu la sanction royale et a modifié la LCAPE pour qu'elle corresponde davantage à la FCPA. Les modifications suivantes ont été apportées :

- L'introduction d'une « compétence fondée sur la nationalité » qui élimine effectivement la nécessité que l'initiation ou la commission de l'infraction se soit produite au Canada pour l'application de la LCAPE. La modification permet maintenant de considérer des actes commis hors du Canada, par des citoyens canadiens, des résidents permanents du Canada ou des personnes morales canadiennes, comme des actes commis au Canada pour l'application de la LCAPE.
- Des pénalités plus sévères en cas de violation de la LCAPE, y compris l'augmentation de la peine maximale d'emprisonnement, portée de cinq à quatorze ans.
- L'ajout de nouvelles infractions, y compris une infraction liée aux livres comptables ayant trait à la dissimulation de la corruption dans les livres comptables par l'utilisation de faux documents, la destruction des livres

05

Surveillance des risques : les activités sur les marchés émergents

comptables plus tôt que ne le prévoit la loi et le maintien de comptes secrets.

- Une application plus étendue par suite de l'abrogation de l'expression « en vue d'un profit » de sorte que la LCAPE s'applique maintenant à la fois aux organisations à but lucratif et aux organisations à but non lucratif.
- L'élimination de l'exception relative aux paiements de facilitation qui permet aux sociétés de verser des paiements visant « à hâter ou à garantir l'exécution par un agent public étranger d'un acte de nature courante qui est partie de ses fonctions officielles ». Ces fonctions comprennent la délivrance ou l'obtention d'un document officiel ainsi que la collecte et la livraison du courrier.

La fin progressive de l'exception relative aux paiements de facilitation est la modification la plus contentieuse et a suscité beaucoup d'inquiétude parmi les participants au marché. L'Association du Barreau canadien a souligné qu'« il est malheureusement vrai que des paiements de facilitation continuent d'être exigés dans certains pays et il n'existe pas de consensus international en faveur de l'élimination de l'exception relative aux paiements de facilitation, de sorte que le Canada devrait se montrer prudent ». Nos voisins du Sud continuent de permettre les paiements de facilitation, à l'instar de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande.

Une autre question qui est actuellement à l'étude au Canada est celle de l'exigence pour les industries d'extraction de divulguer tous les paiements qu'elles versent à des gouvernements étrangers. La loi Dodd-Frank aux États-Unis inclut une « règle de transparence » qui rend cette divulgation obligatoire. Au Canada, on a étudié la possibilité d'instaurer une politique dite « Publiez ce que vous payez » au moyen de cadres d'autoréglementation, toutefois, cette divulgation n'est pas encore obligatoire, mais elle pourrait acquérir une popularité de plus en plus grande à l'avenir.

➔ Pratiques en matière de gestion du risque et marchés émergents

Étant donné les mesures vigoureuses que le Canada prend pour combattre les pratiques de corruption à l'étranger, les émetteurs concentrent dorénavant leurs efforts à la mise en place de pratiques appropriées pour la gestion des risques liés à l'exercice d'activités dans des territoires étrangers. À ce jour en 2013, environ 90 émetteurs figurant dans l'indice composé et dans l'indice des titres à petite capitalisation ont traité dans une certaine mesure de la question de la corruption dans leurs circulaires de sollicitation de procurations. Certains

ont examiné de plus près les risques auxquels leurs activités font face et ont élaboré des systèmes de freins et de contrepoids. Les méthodes de gestion du risque employées pour traiter des pratiques de corruption à l'étranger incluent les suivantes :

- des politiques visant la corruption et d'autres formes d'inconduite;
- des programmes de formation visant à instruire les employés sur les pratiques de corruption à l'étranger et sur la nature de leurs obligations en vertu de la législation contre la corruption;
- la mise sur pied de comités ou la nomination de chefs de la gestion des risques chargés de surveiller les risques liés à l'exercice d'activités dans des territoires étrangers.

Parmi les émetteurs qui traitent des risques associés aux pratiques de corruption à l'étranger, 66 emploient une ou une combinaison des méthodes énumérées ci-dessus. Les 22 émetteurs restants déclarent simplement qu'ils doivent se conformer à la législation contre la corruption.

Les émetteurs ne doivent pas se contenter de reconnaître les pratiques de corruption à l'étranger; ils doivent combattre activement la corruption à l'étranger. Dans sa décision de février 2013, le chancelier Leo Strine de la Cour de chancellerie du Delaware a admonesté le conseil d'administration de Puda Coal Inc. (« Puda ») pour avoir permis que des actifs de la société soient vendus à son insu.²⁵ Les actifs de la société se trouvaient en Chine et ont été vendus illégalement à un tiers par le président et chef de la direction de la société. Il s'est écoulé 18 mois avant que le conseil composé d'administrateurs indépendants de Puda découvre le scandale. Les actionnaires de Puda ont intenté une poursuite contre les administrateurs pour violation de leurs devoirs fiduciaires. En réponse, les administrateurs ont présenté une demande de rejet sommaire devant la Cour de chancellerie du Delaware. Leur demande a été rejetée. Pour expliquer sa décision, le chancelier Strine a prévenu que [Traduction] « les administrateurs indépendants qui se placent dans ces situations comportant essentiellement la surveillance fiduciaire d'actifs dans d'autres régions du monde ont le devoir de ne pas se comporter comme des hommes de paille » et a ajouté que [Traduction] « vous ne pourrez pas vous asseoir chez vous aux États-Unis et tenir une conférence téléphonique quatre fois par année et vous acquitter de votre devoir ».

La réprimande du chancelier Strine sert d'avertissement aux conseils et aux comités, surtout de sociétés très actives dans des territoires étrangers : pour s'acquitter de leurs devoirs et obligations, ils doivent avoir mis en place un système robuste de contrôles, posséder les compétences linguistiques nécessaires pour évoluer dans leur environnement et avoir accès à des comptables et à des

Le chancelier Strine de la Cour de chancellerie du Delaware a averti les conseils et les comités de sociétés très actives à l'étranger qu'ils devaient s'assurer d'avoir mis en place un système robuste de contrôles, de posséder les compétences linguistiques nécessaires pour évoluer dans leur environnement et d'avoir accès à des comptables et à des conseillers juridiques ayant les qualifications professionnelles appropriées pour leur permettre de veiller au bon fonctionnement du système.

²⁵ *In re Puda Coal, Inc. Stockholders Litigation*, CA No 6476-CS (Del. Ch. 2013) (jugement rendu à l'audience) (disponible en anglais seulement)

05

Surveillance des risques : les activités sur les marchés émergents

conseillers juridiques ayant les qualifications professionnelles appropriées pour leur permettre de veiller au bon fonctionnement du système.

Les conseils d'émetteurs, particulièrement ceux qui sont très actifs sur les marchés émergents, devraient examiner soigneusement les mesures de gestion des risques à prendre pour s'assurer que l'émetteur a un système robuste en place, y compris :

- faire des évaluations de risques pour définir clairement les risques associés au secteur de l'organisation, à ses activités commerciales ainsi qu'à ses fournisseurs et clients dans les pays où ils sont très actifs;
- concevoir des programmes de conformité fondés sur les risques exceptionnels définis lors de l'évaluation et veiller à ce que les programmes soient clairement exprimés et accessibles à tous les employés et tiers exerçant des activités commerciales pour le compte de l'organisation;
- prévoir des filières de présentation des rapports et des contrôles internes explicites pour veiller à la mise en place adéquate de programmes de conformité;
- s'engager à des processus disciplinaires en cas de violations visant à donner l'exemple aux échelons supérieurs et à favoriser l'application des programmes de conformité;
- établir des politiques sur la « dénonciation » pour favoriser la déclaration de violations possibles des programmes de conformité;
- évaluer régulièrement l'efficacité des programmes de conformité pour que les conseils et les comités puissent s'attaquer à l'inconduite.

Alors que nous nous dirigeons de plus en plus vers la mondialisation du marché, il devient plus important de prendre en considération l'environnement juridique, politique et culturel dans lequel un émetteur exerce ses activités. Il se peut qu'il soit difficile d'adopter une approche uniformisée à la gestion des risques, donc les conseils et les membres de la haute direction devraient évaluer régulièrement leur situation particulière et maintenir en place des pratiques et des systèmes appropriés pour s'assurer de bien gérer les risques et protéger leurs sociétés et leurs investisseurs.

06

Régimes de droits : gouvernance et changement de contrôle

06

Régimes
de droits :
gouvernance et
changements de
contrôle



→ Le débat actuel sur les régimes de droits

Depuis 25 ans au Canada, les conseils ont considéré les régimes de droits des actionnaires comme un outil potentiellement efficace pour répondre aux accumulations d'actions sur le marché ou aux offres d'achat non sollicitées. Cependant, ces régimes de droits au Canada ont évolué dans le cadre d'un régime réglementaire élaboré par les autorités de réglementation des valeurs mobilières du Canada estimant que les actionnaires devraient être libres de décider d'accepter ou non une offre. Les décisions des autorités de réglementation rendues au cours d'audiences sur les régimes de droits au cours de cette période ont confirmé que les conseils ne devraient pas être en mesure de conserver un régime de droits afin d'empêcher dans les faits la présentation d'une offre aux actionnaires au-delà d'un délai que les autorités de réglementation considèrent comme suffisant pour permettre au conseil de solliciter (rapidement) d'autres offres qui pourraient augmenter la valeur pour les actionnaires.

Un régime de droits peut être approuvé par les actionnaires, auquel cas il est généralement adopté en l'absence d'une offre imminente, approuvé par les actionnaires au cours des six mois suivants son adoption et maintenu en place de façon permanente, ou il peut s'agir d'un plan tactique que l'on met en œuvre en réaction à une offre publique d'achat imminente ou en cours et qu'on laisse souvent devenir caduc après six mois²⁶. Aux États-Unis, les conseils peuvent généralement conserver indéfiniment un régime de droits, alors qu'au Canada les autorités de réglementation des valeurs mobilières sont disposées à émettre une interdiction d'opérations à l'égard des régimes de droits d'émetteurs canadiens dans les 45 à 70 jours après le lancement d'une offre. Toutefois, le contexte régissant les régimes de droits au Canada a récemment évolué.

En mars de l'année en cours, les ACVM ont publié pour consultation un projet de règlement autonome, le *Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs* et les modifications s'y rapportant (le « projet des ACVM »), proposant un nouveau régime régissant les « pilules empoisonnées » au Canada. Au même moment, l'Autorité des marchés financiers du Québec (l'« AMF ») publiait un document de consultation proposant des modifications plus importantes aux régimes d'offres publiques d'achat et de mesures de défense contre une offre publique au Canada (le « document de consultation de l'AMF ») pour lancer une discussion sur sa propre autre approche à la réglementation qui, selon l'AMF, devrait être évaluée en même temps que le projet des ACVM.

²⁶ Les règles de la TSX exigent que les régimes de droits soient approuvés par les actionnaires dans un délai de six mois suivant leur adoption.

Ces approches sont nées partiellement en réaction à l'incertitude qui s'est créée au cours des dernières années par suite des décisions rendues par les autorités de réglementation des valeurs mobilières sur les régimes de droits. Les commissions sur les valeurs mobilières provinciales ont commencé à élaborer des approches différentes lorsqu'elles ont été appelées à décider à l'occasion d'audiences sur les régimes de droits si et quand un régime de droits devait être annulé ou faire l'objet d'une interdiction d'opérations, décidant parfois de ne pas émettre une interdiction d'opérations pour des régimes que les actionnaires avaient approuvés solidement, de façon éclairée et en temps opportun.

Les approches différentes des ACVM et de l'AMF concernant la réglementation des pilules empoisonnées et des autres mesures de défense contre une offre publique, et leur incidence éventuelle sur les régimes d'offres publiques d'achat et de mesures de défense contre une offre publique au Canada, font l'objet de la discussion ci-après, laquelle est suivie de l'examen de certaines conséquences éventuelles à tirer par les conseils des sociétés canadiennes.

➔ **Projet des ACVM : l'approche de la primauté des actionnaires**

Le projet des ACVM reflète le désir des autorités de réglementation de ne plus avoir à décider quand les régimes de droits doivent être annulés et laisserait cette décision aux actionnaires en permettant qu'un régime de droits adopté par le conseil d'une société visée demeure en vigueur, étant entendu que les actionnaires y consentent dans un délai prescrit. Le projet des ACVM vise à atténuer les inquiétudes voulant que le Canada favorise l'initiateur en raison du nombre limité de mesures de défense contre une offre publique dont disposent les sociétés canadiennes, et ce, surtout depuis la mise en vigueur en 1986 du texte antérieur à l'*Instruction générale 62-202, Les mesures de défense contre une offre publique d'achat* (l'« IG 62-202 »), tout en veillant à ce que les actionnaires endossent majoritairement le régime de droits proposé par la direction.

Le projet des ACVM comprend les éléments fondamentaux suivants :

- pour demeurer valide après son adoption par le conseil, un régime de droits doit être approuvé à la majorité des voix exprimées par les actionnaires désintéressés de la société visée (c'est-à-dire, à l'exclusion des voix exprimées par l'initiateur et les personnes qui agissent de concert avec lui) à la date la plus rapprochée des dates suivantes : dans un délai de 90 jours suivant la date d'adoption par le conseil ou dans un délai de 90 jours suivant la date de lancement de l'offre; sinon le régime deviendrait automatiquement caduc après 90 jours;

- les modifications importantes d'un régime de droits existant doivent également être approuvées dans un délai de 90 jours suivant leur adoption afin de demeurer valides;
- l'émetteur dont le régime de droits n'est pas approuvé par les actionnaires dans le délai prescrit ne peut adopter de nouveau régime pendant au moins 12 mois, sauf si celui-ci fait l'objet d'une offre publique d'achat au cours de cette période de 12 mois;
- pour qu'un régime demeure valide après son approbation par les actionnaires, le conseil d'une société visée doit demander annuellement aux actionnaires de l'approuver une nouvelle fois au cours de l'assemblée annuelle de la société;
- les actionnaires peuvent annuler un régime de droits à tout moment à la majorité des voix exprimées;
- un régime de droits ne peut être opposé qu'à des offres publiques d'achat ou à des acquisitions par une personne des titres de l'émetteur; par conséquent, la capacité des actionnaires d'exercer les droits de vote rattachés à leurs actions, de faire des propositions ou de conclure des conventions de blocage irrévocables avec des initiateurs ne devrait pas être compromise par l'application d'aucun régime de droits;
- un régime de droits ne peut être utilisé pour établir une distinction entre des offres publiques d'achat : si le régime fait l'objet d'une renonciation ou est modifié à l'égard d'une offre, il doit l'être à l'égard de toutes les autres offres.

Le projet des ACVM a comme principale incidence de permettre à une société visée de retarder une offre d'achat non sollicitée pour au moins 90 jours au moyen de l'adoption d'un régime de droits tactique, donnant ainsi plus de temps au conseil de la société visée de chercher d'autres solutions et davantage de moyens en vue d'éventuelles négociations avec les initiateurs de l'offre d'achat non sollicitée. En outre, si la société visée dispose déjà d'un régime de droits approuvé par les actionnaires ou adopte un régime de droits tactique en réponse à une offre d'achat et demande et obtient immédiatement l'approbation des actionnaires, le régime pourrait éventuellement demeurer intact indéfiniment. Lorsqu'un initiateur ne peut s'entendre avec le conseil de la société visée, un vote par les actionnaires visant à annuler le régime de droits (ou si la société visée n'obtient pas l'approbation des actionnaires) sera crucial au succès de l'offre d'achat non sollicitée. Par conséquent, le projet des ACVM donne aux administrateurs un moyen efficace de ralentir ou dissuader l'initiateur d'une offre publique d'achat hostile tout en laissant en fin de compte la décision définitive concernant le maintien d'un régime de droits entre les mains des actionnaires d'une société visée.

➔ Document de consultation de l'AMF : l'approche de la déférence pour le conseil

Contrairement au projet des ACVM, l'approche de l'AMF vise à remplacer l'IG 62-202, laquelle régit toutes les mesures de défense contre une offre publique, par un nouveau règlement qui donnerait au conseil d'une société visée beaucoup plus de pouvoir discrétionnaire et de déférence dans l'exercice de ses devoirs fiduciaires pour répondre à une offre non sollicitée. L'AMF estime que les autorités de réglementation devraient considérer les mesures de défense contre une offre publique comme n'étant pas contraires à l'intérêt public en soi et leur intervention devrait donc se limiter à cet intérêt, comme en cas d'abus des droits des actionnaires, d'incidence défavorable sur l'efficacité des marchés financiers, de mauvaise gestion du conseil d'une société visée ou de conflits d'intérêts de la direction dans le contexte d'un changement de contrôle. L'AMF propose un nouveau règlement en remplacement de l'IG 62-202 qui serait plutôt axé sur le processus suivi par le conseil d'une société visée. Dans le cadre de l'évaluation du caractère raisonnable des mesures de défense prises par le conseil d'une société visée, l'AMF examinerait notamment les facteurs suivants :

- la mise en place d'un comité spécial d'administrateurs indépendants chargé d'examiner et d'évaluer l'offre et de formuler une recommandation au conseil;
- la nomination de conseillers juridiques et financiers indépendants pour aider le comité spécial à exécuter son mandat;
- la conclusion du comité spécial et du conseil, fondée sur leur examen de l'offre et sur les conseils des conseillers juridiques et financiers, selon laquelle il est dans l'intérêt de la société visée d'adopter des mesures de défense;
- l'exhaustivité de l'information fournie aux actionnaires dans la circulaire des administrateurs et les autres communiqués utilisés par la société visée quant au processus suivi pour formuler leur recommandation et aux motifs justifiant les mesures de défense.

Si, selon ce qui précède, les conseils et leurs conseillers adoptent des mesures de défense appropriées et en assurent le contrôle, l'AMF estime qu'il existe une garantie raisonnable que les décisions prises par les administrateurs ne sont pas entachées par des conflits d'intérêts et que les autorités de réglementation s'inclinent donc généralement avec déférence devant la décision du conseil. Le rôle des autorités de réglementation serait par conséquent limité

à examiner le contexte du déroulement de l'offre et du processus suivi par le conseil d'une société visée compte tenu de l'intérêt public, ce qui se traduirait vraisemblablement par une baisse marquée de l'intervention réglementaire.

Commentaires sur les projets de réglementation

Les commentaires sur le projet des ACVM et le document de consultation de l'AMF devaient être soumis à la mi-juillet de l'année en cours et 74 lettres de commentaires ont été reçues par les ACVM et 71 par l'AMF. Pour bien des gens, chaque approche présente des pour et des contre.

La plupart des observateurs endossent ces initiatives respectives visant à résoudre les approches différentes prises par les commissions des valeurs mobilières provinciales concernant les régimes de droits, lesquelles créent au Canada un régime inégal et incertain à l'égard des offres d'achat hostiles. Certains observateurs ont noté que le projet des ACVM tablait beaucoup sur les actionnaires et sur l'approbation des actionnaires pour déterminer si un régime de droits peut être conservé et quelle devrait en être la portée appropriée, mettant à nouveau l'accent sur les défis actuels concernant la qualité du vote des actionnaires au Canada.

Comme nous l'avons mentionné dans notre document de travail de 2010 intitulé *The Quality of the Shareholder Vote in Canada* (disponible en anglais seulement) examinant le processus du vote des actionnaires au Canada, certains problèmes du système de vote par procuration compromettent (ou peuvent éventuellement compromettre) la qualité du vote des actionnaires au Canada, entraînant le risque que les résultats des votes puissent ne pas refléter avec exactitude les points de vue des actionnaires. Par exemple, le système de vote ne génère pas toujours de manière fiable un dénombrement exact du vote des actionnaires, car quelques votes peuvent ne pas être comptés alors que d'autres le sont plus d'une fois. De plus, le système souffre des effets du vote vide par lequel les investisseurs sans intérêt financier significatif peuvent être en mesure de voter et d'influencer le résultat. Cette situation découle de l'utilisation de dérivés et d'opérations de couverture et peut aussi survenir lorsque les actionnaires vendent leurs actions après la date de clôture des registres pour une assemblée des actionnaires avant que l'assemblée n'ait lieu. Par conséquent, pour de nombreux intervenants, l'accent du projet des ACVM mis sur la primauté des actionnaires souligne le besoin pour les autorités de réglementation de donner la priorité aux améliorations à apporter au système et au cadre réglementaire du vote par procuration et de les mettre en œuvre afin de rendre le projet des ACVM réalisable.

06

Régimes de droits : gouvernance et changements de contrôle

Quelques observateurs favorisent l'approche de l'AMF, en raison de la déférence témoignée au conseil, étant entendu que le conseil doit suivre le processus approprié dans l'exercice de ses devoirs fiduciaires, particulièrement à la lumière de l'ensemble des responsabilités du conseil dans la gestion des activités commerciales et des affaires internes de la société, compte tenu de l'intérêt de la société. Cette position rejoint aussi l'approche réglementaire sur les mesures de défense contre une offre publique au Canada de celle en vigueur aux États-Unis, particulièrement au Delaware. Toutefois, le projet de l'AMF pourrait avoir comme conséquence de susciter une hausse importante du nombre de courses aux procurations après la présentation d'une offre publique d'achat, ce qui rendrait les offres d'achat plus coûteuses et chronophages.

À cet égard, certains observateurs ont noté que la déférence pour l'exercice des devoirs fiduciaires des administrateurs sous-jacente au document de consultation de l'AMF présume que les tribunaux canadiens examineront l'exécution des devoirs fiduciaires aussi minutieusement que le font les autres territoires, comme le Delaware. Toutefois, le droit des sociétés au Québec et au Canada diffère de celui au Delaware (et de celui dans la plupart des autres États des États-Unis), les tribunaux canadiens faisant généralement preuve de beaucoup plus de déférence à l'égard de l'exercice des devoirs des administrateurs, ce qui entraîne déjà une portée beaucoup plus limitée pour une intervention de la part des tribunaux canadiens.

Les projets des ACVM et de l'AMF reposent sur le besoin d'avoir un régime plus flexible, qui tient compte de la vaste gamme de circonstances auxquelles font face les sociétés répondant à des offres de prise de contrôle et de l'évolution de la gouvernance et des techniques d'offres d'achat publiques depuis l'entrée en vigueur de l'IG 62-202. Les deux projets cherchent également à élaborer une approche harmonieuse et unifiée pour le Canada. Finalement, les deux projets auront une incidence importante sur la manière dont les administrateurs d'une société visée répondent aux offres de prise de contrôle et aux stratégies déployées par les initiateurs dans le cadre de la présentation de leur offre.

Personnes-ressources

Davies Ward Phillips & Vineberg a entrepris la recherche et la rédaction de ce rapport de sa propre initiative, et non pas pour le compte d'un client ou d'un tiers²⁷. Si vous souhaitez discuter des questions soulevées dans ce rapport, veuillez communiquer avec l'un des associés suivants :

William M. Ainley
wainley@dwpv.com
416.863.5509

J. Alexander Moore
amoore@dwpv.com
416.863.5570

Franziska Ruf
fruf@dwpv.com
514.841.6480

William Brock, AD.E.
wbrock@dwpv.com
514.841.6438

I. Berl Nadler
bnadler@dwpv.com
416.863.5512

Melanie A. Shishler
mshishler@dwpv.com
416.863.5510

Richard Cherney
rcherney@dwpv.com
514.841.6457

Patricia L. Olasker
polasker@dwpv.com
416.863.5551

Kent E. Thomson
kentthomson@dwpv.com
416.863.5566

Jennifer F. Longhurst
jlonghurst@dwpv.com
416.367.7453

Louis-Martin O'Neill
lmoneill@dwpv.com
514.841.6547

Kevin J. Thomson
kthomson@dwpv.com
416.863.5590

Vincent A. Mercier
vmercier@dwpv.com
416.863.5579

Carol D. Pennycook
cpennycook@dwpv.com
416.863.5546



Pour plus d'informations et pour les mises à jour, consultez notre site Web à dwpv.com.

²⁷ Nous tenons à remercier Ivana Gotzeva, directrice de la Gestion du savoir chez Davies pour sa précieuse contribution en ce qui a trait à la recherche, la rédaction et la rétroaction tout au cours de la préparation de ce rapport.

Montréal

1501, avenue McGill College
26^e étage
Montréal, QC H3A 3N9
TÉL 514.841.6400

Toronto

155 Wellington Street West
Toronto, ON M5V 3J7
TÉL 416.863.0900

New York

900 Third Avenue
24th Floor
New York, NY USA 10022
TÉL 212.588.5500