

RAPPORT DE DAVIES

GOVERNANCE

DAVIES

Rapport de Davies sur la gouvernance 2017



Davies est un cabinet d'avocats spécialistes des enjeux cruciaux. Déterminés à obtenir des résultats supérieurs pour nos clients, nous tenons systématiquement un rôle de premier plan dans leurs opérations et leurs dossiers les plus complexes. Depuis nos bureaux de Montréal, de Toronto et de New York, nous déployons notre savoir-faire avec aisance et efficacité sur tous les continents. Communiquez avec l'un ou l'autre de nos avocats pour parler avec nous de votre situation. Visitez-nous au www.dwpv.com

Les renseignements présentés dans cette publication ne doivent pas être considérés comme des conseils juridiques. Nous vous prions de nous adresser directement toute question particulière que vous pourriez avoir.

Table des matières



→	Introduction et aperçu	1
<hr/>		
01	Se préparer aux changements climatiques : tendances en matière de définition, de gestion et de communication des risques	5
<hr/>		
02	Interaction entre le conseil et les actionnaires en plein essor	14
<hr/>		
03	Les investisseurs se font entendre : propositions d'actionnaires, propositions de candidats aux postes d'administrateur et demandes de convocation d'assemblées	22
<hr/>		
04	Activisme actionnarial et courses aux procurations : tendances actuelles et évolution du contexte juridique	34
<hr/>		
05	Manque de diversité au sein des sociétés ouvertes canadiennes : principales tendances et mesures à prendre pour diversifier davantage l'équipe dirigeante	47
<hr/>		
06	Levée de boucliers des investisseurs face aux PAPE de sociétés à deux catégories d'actions	57
<hr/>		

07	Problématiques et tendances concernant la rémunération : les actionnaires continuent de donner leur avis sur les pratiques de rémunération tous les ans pendant que la rémunération de la haute direction augmente	65
08	L' « élection à la majorité véritable » serait-elle imminente?	79
09	Autres questions et tendances importantes en matière de gouvernance	86
→	Base de données et méthodologie	98
→	Collaborateurs	99
→	Personnes-ressources	100

Introduction et aperçu



Nous en sommes à notre septième édition annuelle du *Rapport de Davies sur la gouvernance*. Il ne fait nul doute encore cette année que la gouvernance demeure au cœur des préoccupations des sociétés ouvertes canadiennes, de leurs investisseurs, de leur direction et de leur conseil d'administration, et que cet intérêt n'est pas près de s'éteindre. Depuis les 10 dernières années, la liste des questions de gouvernance dont les conseils d'administration, la haute direction et d'autres spécialistes en matière de gouvernance doivent se tenir au courant ne cesse de s'allonger. Bon nombre de ces questions concernent les « pratiques exemplaires », que l'on considère souvent comme des pratiques que devraient adopter toutes les sociétés ouvertes.

Toutefois, à l'heure où les conseils et leurs comités se voient imposer de plus en plus d'exigences, le réel défi consiste à savoir gérer les demandes divergentes et à en établir l'ordre de priorité. De récentes études montrent qu'un administrateur doit en moyenne consacrer de 250 à 300 heures chaque année à chacun de ses mandats. Cette charge de travail est généralement plus grande lorsque l'administrateur préside le conseil ou l'un des comités ou qu'il siège à un ou plusieurs comités, et elle l'est d'autant plus lorsqu'il doit assurer la gestion de sociétés confrontées à des défis de taille ou aux pressions des activistes ou encore qui sont parties à d'importantes opérations.

Tandis que les questions de gouvernance abondent et que les pratiques et les politiques de gouvernance continuent d'évoluer, nous observons une tendance qui semble plutôt compensatoire. Un petit groupe d'investisseurs institutionnels influents exigent que les sociétés et leur conseil consacrent plus de temps à défendre les intérêts à long terme de leurs entreprises (et de leurs actionnaires) et moins de temps à ce que certains perçoivent comme des questions de gouvernance non porteuses de valeur, selon les défenseurs des *Commonsense Principles of Corporate Governance* et de l'initiative *Focusing Capital on the Long Term*¹. Et bien que la stratégie d'entreprise soit probablement l'un des aspects les plus importants que doit surveiller le conseil, certains éléments donnent à penser que la plupart des conseils n'accordent pas suffisamment de temps à cette question, et qu'on les incite plutôt fortement à se préoccuper d'innombrables questions de gouvernance et du cycle des actualités afin de produire des résultats trimestriels positifs. Nos clients nous demandent souvent ce que doit faire le conseil dans un tel contexte.

La réponse à cette question diffère selon chaque émetteur et dépend d'une multitude de facteurs; néanmoins, il est d'abord essentiel d'avoir une solide compréhension des tendances et des pratiques de gouvernance actuelles, notamment de celles qui ont cours dans le secteur d'activité de l'émetteur en question et au sein du groupe de sociétés comparables. À cet égard, les conseillers juridiques internes et le secrétaire général peuvent jouer un rôle essentiel en apportant au conseil leurs compétences, leur expérience et leurs

opinions afin d'effectuer le suivi des questions soulevées et de coordonner les efforts des présidents du conseil et du comité de gouvernance pour établir l'ordre de priorité de ces questions et déterminer lesquelles ne justifient qu'une mesure de surveillance. Dans certains contextes, les membres de l'équipe des finances peuvent également contribuer à quantifier les impacts potentiels des divers risques ou occasions pour l'entreprise, notamment en ce qui a trait aux questions environnementales, sociales et de gouvernance (« ESG »). En ayant recours aux services de conseillers juridiques externes au besoin, ces « contrôleurs » clés peuvent se révéler très précieux en effectuant des évaluations préliminaires des problèmes de gouvernance nouveaux ou récurrents et des tendances susceptibles d'être pertinentes pour l'entreprise de l'émetteur compte tenu de sa performance, de sa stratégie, de ses activités et de ses risques.

Il va sans dire qu'il n'existe pas de solution universelle, et cela est on ne peut plus vrai en ce qui a trait à la gouvernance. Certains des faits nouveaux abordés dans notre rapport de cette année s'appliqueront plus ou moins selon les entreprises. En tant qu'experts reconnus en matière de gouvernance, nous pouvons contribuer à évaluer l'importance relative de ces questions et de ces tendances compte tenu de la situation propre à chaque émetteur.

Bon nombre des thèmes abordés dans notre rapport de 2016 ont continué d'intéresser les conseils au Canada en 2017, et certains ont connu des développements intéressants dont nous pouvons tirer d'importantes leçons. En plus d'offrir nos points de vue approfondis sur ces questions fondamentales, nous examinons dans le présent rapport les nouvelles questions de gouvernance dont les conseillers juridiques internes, les conseils et la haute direction doivent avoir connaissance, notamment en ce qui a trait aux changements climatiques. Il est important de noter que bon nombre des principales questions et tendances en matière de gouvernance en 2017, tant les anciennes que les nouvelles, font appel à des initiatives visant à optimiser les fonctions de direction et la performance des sociétés ouvertes canadiennes grâce à l'amélioration des structures et des processus de gouvernance. En examinant les faits nouveaux à travers ce prisme, nous souhaitons fournir des renseignements pratiques sur leur pertinence pour les entreprises, ce qui permettra de mettre en évidence les secteurs dans lesquels il serait approprié d'apporter des changements aux pratiques ou aux politiques actuelles. Plus particulièrement, nous aborderons les tendances et les questions suivantes :

- **Changements climatiques et durabilité** : définition des risques, pratiques de communication et de gestion des risques et faits nouveaux au Canada et à l'étranger;
- **Compte rendu sur les initiatives en matière d'interaction avec les actionnaires**, notamment les nouvelles approches d'interaction adoptées au Canada et au Royaume-Uni;

- **Moyens utilisés par les actionnaires pour faire connaître leurs préoccupations**, notamment les toutes premières propositions au Canada concernant l'adoption d'un règlement administratif sur le droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur et les propositions d'actionnaires sur la représentation féminine, les changements climatiques et d'autres questions, ainsi que les faits nouveaux sur le droit des actionnaires de demander la convocation d'une assemblée;
- **Principales tendances et faits juridiques nouveaux concernant l'activisme actionnarial**, notamment l'état des courses aux procurations du premier semestre de 2017, les leçons concernant les courses aux procurations à tirer, entre autres, des affaires *Eco Oro* et *Liquor Stores* et les incidences de l'opposition croissante des actionnaires et des agences de conseil en vote aux opérations négociées;
- **Tendances en matière de diversité au sein de la direction**, notamment les principales mesures que devraient envisager les émetteurs pour favoriser la diversité de leur entreprise ainsi que les motifs justifiant la lenteur des progrès dans la représentation féminine au sein des conseils et de la haute direction au Canada;
- **Enjeux et problèmes en matière de gouvernance liés aux sociétés à deux catégories d'actions**, plus particulièrement la vague de premiers appels publics à l'épargne de sociétés adoptant de telles structures observée ces dernières années au Canada et aux États-Unis et la surveillance étroite dont fait l'objet ce type de structure;
- **Rémunération de la direction et vote consultatif sur la rémunération** au Canada et aux États-Unis, notamment notre analyse des résultats du deuxième vote historique sur la fréquence du vote consultatif sur la rémunération qui s'est tenu aux États-Unis cette année;
- **Modifications apportées à la législation sur les sociétés visant l'adoption de l'« élection à la majorité véritable »**, notamment les effets importants que pourraient avoir les projets de modification de la LCSA et de la LSAO sur les sociétés ouvertes constituées sous le régime des lois fédérales ou des lois de l'Ontario, et les indications récentes de la TSX sur les « circonstances exceptionnelles » dans lesquelles les administrateurs ayant obtenu un faible appui des actionnaires pourraient demeurer en poste.

Enfin, nous concluons notre rapport par la présentation d'autres faits nouveaux importants touchant les normes de gouvernance qui se sont produits l'année dernière, notamment ceux qui ont trait aux règlements administratifs sur les préavis, à la responsabilité personnelle des administrateurs et des dirigeants pour conduite abusive et aux indications sur le recours à des comités indépendants et sur le rôle de ceux-ci ainsi que sur la production d'une attestation d'équité dans les opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important.

Nos experts en gouvernance peuvent aider votre conseil d'administration, vos comités, vos conseillers juridiques internes et votre haute direction à élaborer des solutions personnalisées afin de veiller à ce que vos pratiques demeurent alignées sur les tendances et les obligations actuelles en matière de gouvernance et d'optimiser vos structures et vos processus décisionnels ainsi que la performance de votre société.

Pour en savoir davantage sur les questions abordées dans le présent rapport ou pour savoir comment nous pouvons apporter de la valeur à votre conseil et à votre équipe de gouvernance, veuillez communiquer avec l'un de nos experts dont le nom figure sous la rubrique « Personnes-ressources » à la fin du présent rapport.

01

Se préparer aux changements climatiques : tendances en matière de définition, de gestion et de communication des risques



Les changements climatiques sont en train de devenir un enjeu de première importance dans la gouvernance et la gestion des risques des sociétés ouvertes au Canada et à l'étranger. Des catastrophes naturelles, telles que l'ouragan Harvey, les récents feux de friches qui ont ravagé la Colombie-Britannique et, auparavant, la ville de Fort McMurray, entre autres exemples, peuvent avoir des effets dévastateurs sur les entreprises et leurs employés, les chaînes d'approvisionnement, les collectivités et les autres parties prenantes, en plus d'avoir de graves répercussions financières. Dans ce tout premier rapport sur les projets liés aux changements climatiques touchant les sociétés ouvertes, nous traitons de certaines des grandes tendances et de certains des principaux cadres de durabilité, ainsi que des perspectives des autorités de réglementation et des faits nouveaux, en plus d'aborder la question des pratiques en matière de définition, d'atténuation et de communication des risques climatiques.

Dans des éditions antérieures du Rapport de Davies sur la gouvernance, nous avons passé en revue divers aspects de la gestion des risques nécessitant l'attention et la surveillance des conseils de sociétés ouvertes². Jusqu'ici, la gestion des risques consistait principalement à gérer les risques liés aux marchés émergents, aux manœuvres frauduleuses étrangères, à la communication de l'information et à la gouvernance des filiales, ainsi qu'au commerce électronique et à la cybersécurité. Bien que ces enjeux continuent d'attirer l'attention et de requérir la surveillance du conseil, au cours de la dernière année, les autorités de réglementation canadiennes et étrangères et les milieux financiers ont porté une attention particulière à la définition, à la communication et à l'atténuation des risques associés aux facteurs sociaux, environnementaux et climatiques touchant les entreprises.

→ Rôle du conseil dans la gestion des risques

La responsabilité du conseil en matière de gestion des risques découle en grande partie des obligations fiduciaires des administrateurs dictées par le droit des sociétés, ainsi que de la législation et de la réglementation provinciales en valeurs mobilières, des exigences boursières et des pratiques exemplaires de gouvernance. Les risques, qui diffèrent d'une société à l'autre et d'un secteur d'activité à l'autre, sont notamment d'ordre opérationnel ou géopolitique ou sont liés aux manœuvres frauduleuses, à l'économie, au marché ou à la communication de l'information. Les administrateurs n'ont pas la responsabilité de la gestion quotidienne des risques, mais ils ont le devoir d'obtenir l'assurance raisonnable que la haute direction a cerné les principaux risques auxquels est exposée l'entreprise et a mis en place des politiques et des procédures de gestion des risques adéquates en fonction de l'exposition au risque de la société. Les responsabilités de surveillance des risques sont en général réparties entre le conseil dans son ensemble et ses comités, surtout si des comités de gestion des risques ou d'autres comités ayant des compétences particulières sont en place.

Devant l'intérêt soutenu que suscitent les changements climatiques, le réchauffement de la planète et d'autres facteurs environnementaux et sociaux, les participants au marché et les autorités de réglementation attendent de plus en plus des sociétés ouvertes et de leur conseil qu'ils encadrent la définition et la gestion des risques climatiques et mettent en place une structure de communication d'information sur ces risques et sur les projets de leur entreprise en lien avec le climat.

Les émetteurs et leur conseil subiront davantage de pression pour qu'ils quantifient les incidences des changements climatiques sur leurs entreprises et fournissent de l'information à ce sujet, et ils devront faire preuve de transparence dans leur manière de gérer ces risques.

01

Se préparer aux changements climatiques : tendances en matière de définition, de gestion et de communication des risques

Le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, RBC Gestion mondiale d'actifs et Investissements PSP ont tous intégré des facteurs de changements climatiques dans un ou plusieurs des aspects de leurs stratégies de placement ou leur structure de gestion des risques et, dans certains cas, discutent avec des sociétés ouvertes de leurs préoccupations en matière de risques ESG.

→ Projets liés aux changements climatiques : les facteurs ESG en point de mire

Il n'existe pas encore au Canada (ni à peu près nulle part ailleurs dans le reste du monde) de cadre général de réglementation des obligations d'information sur le climat, mais un certain nombre de projets sont en cours.

En septembre 2015, Mark Carney, gouverneur de la Banque d'Angleterre et président du conseil du Conseil de stabilité financière du G20, a prononcé une allocution sur l'impact des changements climatiques sur la stabilité financière à long terme et a demandé la création d'un groupe dirigé par des intervenants du secteur en vue de mettre en place un cadre de communication efficace de l'impact sur les entreprises de l'information liée aux changements climatiques. C'est ainsi qu'est né le Groupe de travail sur l'information financière relative aux changements climatiques (le « Groupe de travail »), qui a publié son rapport en juin 2017. Le Groupe de travail a pour mission de créer, à l'intention des sociétés, un cadre général non contraignant qui repose sur les quatre principaux éléments suivants : la gouvernance, la stratégie, la gestion des risques, et les mesures et cibles. La création du Groupe de travail n'est qu'un exemple parmi tant d'autres des projets récents dans le cadre desquels les risques liés aux changements climatiques sont considérés comme des facteurs financiers importants à mesurer et à faire connaître pour répondre aux besoins des investisseurs, des prêteurs et d'autres parties prenantes.

Il existe parallèlement un certain nombre d'autres projets, dont celui de Legal & General Investment Management (« LGIM »), l'un des plus grands gestionnaires d'actifs d'Europe et un investisseur mondial important, qui porte sur un éventail de sujets liés à la responsabilité environnementale, sociale et de gouvernance (ESG), y compris les changements climatiques. Selon LGIM, les investisseurs s'inquiètent de plus en plus des conséquences négatives que pourraient avoir sur leurs placements l'évolution de la réglementation, de la technologie et de la demande des consommateurs, de même que les conditions météorologiques de plus en plus mauvaises. C'est pourquoi elle a pris un engagement en matière d'impact climatique (*Climate Impact Pledge*) et a l'intention de continuer d'interagir directement avec les plus grandes sociétés en vue de resserrer les normes et d'améliorer les pratiques pour mieux outiller les entreprises face aux changements d'orientation, pour trouver des solutions à faible intensité de carbone et, en définitive, pour rendre les entreprises plus prospères.

Au Canada, des sociétés et des investisseurs s'efforcent d'intégrer des facteurs de durabilité dans leurs pratiques de gouvernance et leur stratégie de placement. Par exemple, le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de

l'Ontario (« Teachers ») inclut les risques liés aux changements climatiques dans son cadre de gestion des risques, prenant en compte à la fois les impacts physiques des changements climatiques et les impacts des nouvelles orientations réglementaires sur le potentiel de création de valeur à long terme³. Teachers interagit également avec des sociétés et des administrations publiques pour attirer l'attention sur l'importance de gérer les risques liés aux changements climatiques et de trouver des solutions. RBC Gestion mondiale d'actifs intègre des facteurs ESG dans son processus de placement, proposant à ses clients un certain nombre de fonds d'investissement socialement responsables (les « fonds IRS ») qui excluent certains investissements en fonction de ces facteurs⁴. Investissements PSP a elle aussi adopté comme stratégie d'interagir directement avec des sociétés ouvertes pour discuter avec elle des enjeux en matière de risques ESG et les encourager à adopter un comportement socialement responsable et à augmenter la valeur à long terme du placement pour les actionnaires⁵. La démarche suivie par ces grands investisseurs institutionnels témoigne d'une approche de plus en plus pragmatique à l'égard des facteurs de changements climatiques, qui insiste moins sur les jugements de valeur et davantage sur l'étendue des risques climatiques par rapport au risque en général et leur incidence sur la performance financière.

Par ailleurs, des organismes à but non lucratif tels que le Sustainability Accounting Standards Board (le « SASB ») et le Climate Disclosure Standards Board (le « CDSB ») ont instauré des normes de durabilité dont les sociétés ouvertes peuvent se servir pour définir et communiquer l'information importante aux investisseurs. Le SASB et le CDSB ont élaboré une série de normes d'information à l'intention de sociétés de tous les secteurs, y compris un cadre d'information sur les changements climatiques (*Climate Change Reporting Framework*), que les sociétés peuvent utiliser pour intégrer de l'information sur les changements climatiques dans leurs rapports financiers usuels⁶. Ces normes facultatives sont un moyen pour les émetteurs de répondre à l'intérêt accru des investisseurs pour les risques et les occasions liés à la durabilité.

À l'échelle internationale, les Nations Unies (l'« ONU ») ont élaboré 17 objectifs de développement durable (les « ODD ») couvrant la période de 2016 à 2030 et auxquels plusieurs États membres de l'ONU, dont le Canada, ont adhéré⁷. Bon nombre de ces objectifs ont pour thème des facteurs environnementaux, comme établir des modes de consommation et de production durables, prendre des mesures pour lutter contre les changements climatiques et promouvoir une croissance durable. De grandes sociétés telles que Microsoft Corp., groupe ING et Pfizer Inc. communiquent de l'information sur certains aspects des ODD et intègrent des objectifs de développement durable dans leurs stratégies d'affaires. Étant donné qu'il n'est pas obligatoire au Canada de fournir de l'information liée au climat et que les sociétés peuvent choisir parmi un large éventail de cadres de communication d'information à cet égard, il y a un grand manque de cohérence.

01

Se préparer aux changements climatiques : tendances en matière de définition, de gestion et de communication des risques

L'impact des catastrophes naturelles sur les entreprises et leurs parties prenantes

Chaque année, nous assistons, en Amérique du Nord et à l'étranger, à plusieurs catastrophes qui semblent de toute évidence liées aux changements climatiques. Bien que les phénomènes météorologiques ne soient pas uniquement causés par les activités humaines, il semble évident que les facteurs humains contribuent aux dérèglements climatiques, tels que le réchauffement de la planète, l'augmentation du niveau de la mer et l'intensification des tempêtes, entre autres choses. Prenons l'exemple des événements survenus récemment dans la foulée de l'ouragan de catégorie 4 Harvey : des catastrophes de ce genre se produisent dans certaines villes du Texas plusieurs fois par année. L'ouragan Harvey a eu des conséquences désastreuses sur les champs de pétrole, les installations de forage et les raffineries, forçant de nombreuses entreprises à fermer et causant d'importantes pertes.

Le 6 septembre 2017, Alimentation Couche-Tard Inc., émetteur inscrit à la cote de la TSX, a publié ses résultats du premier trimestre de 2018, précisant qu'après la fin de ce trimestre, son réseau de magasins avait été touché par l'ouragan. Cent vingt-trois magasins ont dû fermer temporairement et 24 magasins étaient encore fermés en date du 5 septembre ¹⁰.

Des événements survenus au Canada, comme les feux de friches qui ont ravagé récemment la Colombie-Britannique et, auparavant, la ville de Fort McMurray, en Alberta, nous rappellent les conséquences graves que les catastrophes naturelles peuvent avoir sur les entreprises, leurs employés, les collectivités au sein desquelles elles exercent leurs activités et leurs chaînes d'approvisionnement.

Les ODD consistent en un ensemble d'objectifs communs que les sociétés peuvent utiliser et en un cadre de communication de l'information sur les progrès qui est uniforme et adaptable à différents secteurs; à tout le moins, les ODD constituent un point de départ pour orienter la réflexion des conseils et des dirigeants sur les répercussions des risques ESG sur leur entreprise.

FIGURE 1-1 : LES OBJECTIFS DE DÉVELOPPEMENT DURABLE DES NATIONS UNIES



➔ Réglementation actuelle et projets de règlements sur la communication d'information sur le climat et l'environnement

Compte tenu du contexte et de l'intérêt mondial croissant pour la communication d'information sur les risques liés aux changements climatiques par les sociétés ouvertes, en mars 2017, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») ont commencé à examiner les règlements en vigueur et les projets de règlement dans le monde.

À l'heure actuelle, les émetteurs assujettis au Canada doivent fournir de l'information sur les risques importants en général, notamment en suivant les indications données dans l'*Avis 51-333 du personnel des ACVM - Indications en matière d'information environnementale*, qui date de 2010. L'*Avis* du personnel s'appuie sur les règles actuelles de communication obligatoire de l'information importante et sur leur lien avec diverses questions

environnementales. Dans l'Avis du personnel, cinq grands thèmes sont définis : 1) les risques environnementaux, 2) les tendances et incertitudes, 3) les obligations environnementales, 4) les obligations liées à la mise hors service d'immobilisations, et 5) les incidences financières et opérationnelles des obligations en matière de protection de l'environnement. Pour ce qui est de l'information sur la gouvernance, il est recommandé dans l'Avis du personnel de fournir de l'information sur les responsabilités de surveillance du conseil en matière de surveillance des risques environnementaux et sur la délégation de ces responsabilités. En outre, selon l'Avis du personnel, il existerait une tendance à interpréter les règles relatives à l'information importante en mettant un nouvel accent sur les facteurs climatiques et environnementaux.

En 2010, aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission (la « SEC ») a publié le document intitulé *Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change*⁸. Il y est question de la manière dont des facteurs climatiques et environnementaux, tels que la réglementation, la nature de l'entreprise, les litiges et divers facteurs de risque, pourraient déclencher une obligation réglementaire de communiquer l'information importante au public. Par suite de la publication des éléments d'orientation, on a constaté une augmentation du nombre de sociétés ouvertes aux États-Unis qui présentent de l'information liée au climat dans les documents annuels qu'elles déposent auprès de la SEC⁹. En avril 2016, la SEC a publié un avis de consultation (*Concept Release*) pour obtenir les commentaires du public concernant l'actualisation des obligations d'information sur la durabilité. L'avis de consultation a suscité beaucoup d'intérêt de la part des sociétés ouvertes et de parties prenantes non inscrites en bourse.

Au Royaume-Uni, les sociétés ouvertes ou les sociétés constituées au Royaume-Uni dont les actions sont inscrites à la cote du marché principal (*Main Market*) de la Bourse de Londres, d'une grande bourse de l'Espace économique européen ou de la Bourse de New York ou qui sont inscrites sur le NASDAQ sont tenues, depuis 2013, de présenter des données annuelles sur les émissions de gaz à effet de serre dans leurs rapports des administrateurs. Les sociétés ouvertes doivent également présenter un exposé de leurs politiques environnementales et de l'efficacité de ces politiques dans leurs rapports annuels.

En Australie, les entreprises qui atteignent divers seuils d'émission doivent présenter au gouvernement un rapport concernant leurs émissions ainsi que leur production et leur consommation d'énergie. Un litige environnemental récent très médiatisé en Australie augmentera vraisemblablement l'intérêt du public et des autorités de réglementation pour les obligations d'information d'ordre climatique. En août 2017, des actionnaires de la Commonwealth Bank of Australia ont intenté des poursuites devant l'Australian Federal Court alléguant que, en omettant d'inclure de l'information au sujet des risques climatiques dans son *Rapport annuel 2016 aux actionnaires*, la banque n'avait pas donné une idée exacte et juste de la situation financière de son entreprise¹¹. Ce sera la première fois que des tribunaux australiens se pencheront sur l'importance

Une poursuite très médiatisée intentée récemment par des actionnaires en Australie contre une société ouverte qu'ils accusent d'avoir omis d'inclure un exposé sur les risques liés aux changements climatiques augmentera vraisemblablement l'intérêt du public et des autorités de réglementation pour les obligations d'information d'ordre climatique.

Développement durable dans le secteur minier

Au Canada, la communication volontaire d'information sur le climat est en train de devenir une pratique courante dans le secteur minier. De grandes multinationales et des sociétés minières de moyenne envergure fournissent de l'information sur l'incidence des perturbations naturelles sur l'infrastructure et l'exploitation minières, les changements dans l'accès aux chaînes d'approvisionnement et aux canaux de distribution découlant de la hausse des températures, ainsi que sur les défis en matière de gestion et d'atténuation des risques environnementaux, entre autres facteurs.

La Société aurifère Barrick (« Barrick ») a pris de grands moyens pour lutter contre les changements climatiques. Elle a notamment adopté une politique de gestion de l'énergie (qui établit les balises d'une administration et d'une gestion efficaces de toutes les ressources énergétiques), instauré un système de gestion environnementale et des normes connexes, mis en œuvre un plan énergétique quinquennal (qui vise à réduire les coûts énergétiques d'au moins 10 %) et adhéré à l'énoncé de position sur les changements climatiques du Conseil International des Mines et Métaux¹³. Barrick a fait savoir qu'elle prévoyait effectuer une évaluation des risques liés aux changements climatiques et établir des cibles en cette matière d'ici la fin de 2017. En outre, elle a récemment mis sur pied un comité multidisciplinaire sur les changements climatiques composé de hauts dirigeants qui travailleront ensemble à étendre la stratégie énergétique de Barrick et à y intégrer l'impact possible des changements climatiques. Barrick a déclaré que, dans le cadre de ces travaux, elle mettrait en œuvre une version révisée de son cadre stratégique et de sa politique en matière de changements climatiques; la stratégie portera sur la réduction des gaz à effet de serre au moyen de projets de gestion de l'énergie et sur l'adaptation aux risques liés aux changements climatiques. Barrick s'emploie également à établir des cibles en matière de changements climatiques en 2017.

Des sociétés telles que Vale SA et Gold Fields Limited se sont dotées de politiques officielles en matière de changements climatiques, et d'autres, dont Newmont Mining Corporation, ont élaboré des programmes exhaustifs de durabilité¹⁴.

relative du risque climatique et l'obligation, pour une société ouverte, de communiquer de l'information sur ces risques¹².

Ces tendances donnent à penser que des exigences juridiques concernant la communication d'information sur le climat continueront de faire leur apparition et de se consolider au fil des ans. Les ACVM examinent actuellement les règles et les propositions qui existent ailleurs dans le monde, y compris aux États-Unis, en Australie et au Royaume-Uni. De l'avis général, les règles en place sont soit insuffisantes, soit appliquées de manière peu rigoureuse, et les ACVM souhaitent insister sur l'importance d'une information prospective et complète sur les changements climatiques et accorder la priorité à la gouvernance pour une communication efficace et transparente. Le projet des ACVM est en cours.

→ Information facultative dans les documents obligatoires

Même si la réglementation se fait toujours attendre, des sociétés s'emploient déjà volontairement (peut-être sous la pression des actionnaires) à améliorer la communication de l'information qu'elles présentent sur leurs risques climatiques. Les obligations et les responsabilités des administrateurs sont souvent jugées rétrospectivement en fonction d'attentes raisonnables dans les circonstances (y compris en ce qui a trait à la création de tendances parmi les pairs ainsi que dans les secteurs et sur les marchés où les sociétés exercent leurs activités). En conséquence, les conseils canadiens seront de plus en plus appelés à exercer une surveillance accrue et à accorder une plus grande attention à l'examen des risques systémiques ESG et aux stratégies d'atténuation de ces risques.

Au Canada, les faits nouveaux dans le secteur sont vraisemblablement susceptibles de mettre plus de pression sur les émetteurs pour qu'ils fournissent de l'information sur leur performance en matière de durabilité. En 2015, la Bourse de Toronto (la « TSX ») a lancé trois indices sur les changements climatiques qui suivent l'évolution de l'impact environnemental des émissions carboniques relatives des sociétés inscrites à sa cote. Ces dernières années, la Governance Professionals of Canada (auparavant la Canadian Society of Corporate Secretaries) a, grâce à ses prix annuels de gouvernance (*Annual Governance Awards*), récompensé des sociétés canadiennes ayant mis en œuvre des pratiques exemplaires de durabilité.

Une réglementation plus officielle devrait voir le jour dans un avenir proche et, entre-temps, les pressions plus fortes exercées par les investisseurs pour obtenir une information complète et transparente continueront vraisemblablement d'attirer une attention particulière sur ces questions et d'encourager une participation plus active des conseils et des hautes directions dans la compréhension et la gestion de ces questions.

Notre point de vue :



LES CONSEILS DEVRAIENT METTRE EN PLACE UN PROCESSUS D'ÉVALUATION DES CHANGEMENTS CLIMATIQUES ET D'INFORMATION SUR LES CHANGEMENTS CLIMATIQUES ET EN SURVEILLER L'UTILISATION

Premièrement, il est essentiel que le conseil, en collaboration avec la haute direction, comprenne les risques liés aux changements climatiques associés à l'entreprise, qu'il cerne les enjeux et les occasions que ces risques créent pour l'entreprise et les parties prenantes, et qu'il déploie une stratégie ou des solutions pour agir sur les facteurs ESG pertinents selon différents scénarios climatiques. La stratégie climatique devrait être élaborée dans un cadre global de gestion des risques de la société, en accordant une attention particulière à des questions telles que la réduction des émissions de gaz à effet de serre, l'efficacité énergétique, l'utilisation de l'eau et d'autres facteurs liés aux changements climatiques applicables à l'entreprise. Nous présentons ici quelques-unes des mesures pratiques que les conseils et leurs équipes de gestion pourraient prendre pour mieux comprendre, définir, surveiller et atténuer les risques liés aux ESG.

- **Créer un comité expressément chargé d'examiner ces questions.** Les conseils qui ont des comités de gestion des risques ou des comités sur l'environnement et la durabilité devraient passer en revue le mandat de ces comités pour s'assurer qu'il prend adéquatement en compte les enjeux ESG et les solutions liées à ces questions. Les conseils de sociétés dont les activités ou parties prenantes pourraient être grandement touchées par les changements climatiques pourraient souhaiter mettre en place un comité expressément chargé des questions climatiques. Dans l'un ou l'autre cas, un comité adéquatement constitué pourrait être extrêmement utile à l'avancement des travaux dans ce domaine. Par exemple, on pourrait lui confier le mandat d'évaluer l'impact des facteurs ESG sur l'entreprise, de suivre l'évolution du groupe de référence et du secteur, de formuler des recommandations concernant une stratégie ou une politique officielle en matière climatique, de surveiller l'application des stratégies en matière de changements climatiques, de déceler les problèmes nouveaux liés aux changements climatiques, d'élaborer et d'examiner les pratiques de communication et, de manière générale, d'agir comme ressource pour l'ensemble du conseil afin d'assurer une bonne compréhension des risques climatiques.
- **Utiliser les ODD de l'ONU pour favoriser l'interaction.** Les sociétés qui ont encore très peu d'expérience dans la définition et l'atténuation des risques climatiques pourraient utiliser les ODD de l'ONU ou des points de référence similaires pour

structurer les discussions sur les questions climatiques de leur direction et de leur conseil d'administration. Les ODD et d'autres cadres de référence existants peuvent préciser des catégories de facteurs et d'enjeux qui pourraient être pertinents pour votre entreprise. Le conseil peut commencer par confier à des membres de la direction compétents la tâche d'explorer les différents enjeux et leur pertinence et priorité pour l'entreprise et les stratégies et leur demander de faire un rapport à ce sujet.

- **Interagir au besoin avec les actionnaires.** Dans le cadre d'un programme général d'interaction avec les investisseurs, les conseils devraient songer à solliciter les commentaires des investisseurs sur les questions liées aux changements climatiques dans un contexte global de consultation sur la stratégie et la gestion des risques. Ils pourraient examiner le point de vue des actionnaires sur les stratégies ESG de la société et les pratiques de la société en matière de communication d'information dans ce domaine, notamment en ce qui concerne la forme et le contenu. Les conseils d'émetteurs qui comptent un bassin important d'investisseurs institutionnels qui continuent de mettre en place des programmes et des lignes directrices liés au climat devraient s'assurer de bien comprendre le point de vue de ces parties prenantes, étant donné l'interaction accrue des investisseurs avec les sociétés et les autorités de réglementation sur le sujet.
- **Mettre à jour les politiques et les pratiques de gestion des risques.** Les émetteurs ayant adopté des politiques de gestion des risques de l'entreprise devraient songer à revoir et à mettre à jour leurs pratiques en vue expressément d'examiner les risques climatiques et d'attribuer la responsabilité d'évaluer et de surveiller ces risques, en consultation avec des experts et des conseillers externes. En outre, le mandat du conseil d'administration devrait être réexaminé afin de s'assurer que les risques liés aux changements climatiques et à la durabilité font l'objet d'une surveillance adéquate.
- **Envisager de traiter des changements climatiques dans l'information financière.** Grâce aux normes du SASB et aux autres normes d'information dont les sociétés ouvertes peuvent se servir pour quantifier les risques liés à la durabilité et leur impact possible sur les entreprises, les conseils et les hautes directions peuvent juger de la pertinence des risques ESG pour leur entreprise. Par exemple, l'équipe des finances pourrait quantifier l'impact des principales questions de durabilité sur l'entreprise, sa chaîne d'approvisionnement, ses employés et d'autres parties prenantes dans ses rapports financiers afin de cerner les risques importants pour l'entreprise.

02

Interaction entre le conseil et les actionnaires en plein essor



La demande en faveur d'une interaction entre le conseil et les actionnaires continue de prendre de l'ampleur au Canada et ne montre aucun signe d'essoufflement, quoique bon nombre de sociétés continuent d'afficher des réticences à cet égard. Les sociétés ouvertes qui ne se sont pas dotées de politiques officielles font face à la pression grandissante des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs et des organismes de surveillance de la gouvernance visant à favoriser l'interaction directe avec les administrateurs non membres de la direction sur des questions de stratégie et de gouvernance. D'après les tendances que nous observons au Canada et au Royaume-Uni, l'interaction peut revêtir de nombreuses formes et être plus ou moins poussée. Dans la présente rubrique, nous nous penchons sur certains faits récents qui se sont produits à l'échelle mondiale et explorons les lignes directrices et pratiques exemplaires destinées à permettre aux conseils de concevoir des mesures efficaces d'interaction avec les actionnaires tout en gérant les risques de communication sélective d'information.

02

Interaction entre le conseil et les actionnaires en plein essor

Au Canada et ailleurs dans le monde, les demandes et les initiatives favorisant une interaction directe entre les conseils de sociétés publiques et les investisseurs importants continuent de prendre de l'ampleur. Bon nombre des importantes sociétés ouvertes canadiennes ont déjà adopté des politiques d'interaction officielles; face à celles qui n'en ont pas encore adoptées, les investisseurs institutionnels, les gestionnaires d'actifs et les organismes de surveillance de la gouvernance continuent de réclamer une interaction permanente, collaborative et plus active avec les administrateurs non membres de la direction. Quoique de nombreux conseils demeurent réticents à adopter une approche d'interaction parce qu'ils craignent que les risques de communication sélective d'information et de communication d'information privilégiée soient supérieurs aux avantages d'une telle approche, il n'en demeure pas moins que l'interaction entre le conseil et les actionnaires constitue le sujet de l'heure pour ce qui est de la gouvernance d'entreprise et que cette pratique se poursuivra probablement au même rythme. Les émetteurs devraient se préparer à répondre à cette demande en donnant instruction à leurs conseils d'étudier les avantages et les inconvénients de l'interaction ou, à tout le moins, de concevoir un cadre qui couvre les tenants et aboutissants de l'interaction (qui, quoi, quand, où, pourquoi et comment). La prise de telles mesures est essentielle à la compréhension des opinions et des préoccupations formulées par les actionnaires et peut faire toute la différence entre le succès et l'échec dans le cadre des votes exprimés par les actionnaires à l'égard d'élections des administrateurs contestées et sans opposition, des votes consultatifs sur la rémunération et des modifications ou des opérations importantes touchant l'entreprise.

→ Les mesures d'interaction à l'échelle canadienne et mondiale continuent de prendre de l'ampleur : êtes-vous prêts à prendre de telles mesures?

L'interaction entre le conseil et les actionnaires peut faire toute la différence entre le succès et l'échec dans le cadre des votes exprimés par les actionnaires.

L'interaction entre le conseil et les actionnaires est en plein essor au Canada. Même si les formes traditionnelles d'interaction avec les actionnaires, telles que les assemblées générales annuelles et le processus de relations avec les investisseurs, demeurent tout à fait pertinentes, les investisseurs institutionnels, en particulier, souhaitent de plus en plus interagir directement avec les conseils de sociétés ouvertes. Ainsi, d'importants investisseurs institutionnels, comme BlackRock et Vanguard, interagissent avec les conseils et la direction de 800 à 1 500 sociétés chaque année. Au Canada, les principes de gérance publiés en 2017 (*2017 Stewardship Principles*) par la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance (la « CCGG ») ont stimulé ce mouvement en faveur de l'interaction

entre les investisseurs institutionnels et les conseils sur diverses questions, y compris la gouvernance, la composition du conseil et la rémunération des cadres dirigeants¹⁵. Les principes de la CCGG vont dans le même sens que les indications énoncées dans le guide publié en 2016 par l'Institut des administrateurs de sociétés (l'« IAS ») ayant pour but d'aider les conseils de sociétés ouvertes canadiennes à élaborer une approche intégrant des éléments d'interaction avec les actionnaires. Bon nombre de grandes sociétés ouvertes au Canada ont déjà adopté une forme de politique d'interaction et les sociétés sont de plus en plus amenées à faciliter l'interaction des investisseurs non seulement avec la direction, mais aussi avec les administrateurs non membres de la direction.

La demande en faveur de l'interaction des actionnaires de sociétés ouvertes aux États-Unis et dans les pays de l'Union européenne est également en pleine croissance. Aux États-Unis, selon l'analyse de circulaires de sollicitation de procurations 2017 d'Ernst & Young, 72 % des sociétés faisant partie de l'indice S&P 500 ont communiqué de l'information sur l'interaction avec les actionnaires en 2017, alors qu'elles n'étaient que 6 % à le faire en 2010, et 29 % de ces sociétés ont fait part de l'engagement des administrateurs à cet égard¹⁶. D'après le sondage sur les administrateurs de sociétés 2016 de PricewaterhouseCoopers (« PwC »), 54 % des conseils interagissent directement avec leurs investisseurs¹⁷. Cette croissance continue de l'interaction est en partie attribuable aux mesures très médiatisées prises depuis 2014 par le groupe de travail américain Shareholder-Director Exchange (le « SDX »), qui a publié cette année-là son protocole (le « SDX Protocol ») donnant des indications pour inciter les conseils à adopter une politique d'interaction et qui a envoyé une lettre dans laquelle elle recommandait instamment aux sociétés faisant partie de l'indice Russel 1000 d'adopter ce protocole ou d'y souscrire.

Dans l'Union européenne, les modifications apportées à la proposition de la Commission européenne aux fins de la révision de la directive sur les droits des actionnaires sont entrées en vigueur en juin 2017. Les modifications prévoient notamment des mesures destinées à promouvoir l'interaction avec les actionnaires à long terme et la transparence entre les sociétés ouvertes et leurs actionnaires, ce qui pourrait renforcer davantage l'interaction entre le conseil et les actionnaires.

Cas de LGIM

Legal & General Investment Management (« LGIM »), établi au Royaume-Uni, est l'un des principaux gestionnaires d'actifs d'Europe et un important investisseur à l'échelle mondiale dont les actifs sous gestion totalisaient 1 090 milliards d'euros en juin 2017. LGIM exerce son influence en intervenant directement auprès de sociétés ou en collaborant avec elles tant au Royaume-Uni qu'à l'échelle mondiale sur diverses questions afin de cerner les enjeux et les occasions clés et d'obliger la direction à rendre des comptes à l'égard de ses décisions.

En 2016, LGIM a tenu 500 réunions avec 293 sociétés portant sur diverses questions concernant l'environnement, les enjeux sociaux et la gouvernance; les cinq thèmes principaux portaient sur la composition du conseil (y compris la diversité, le renouvellement, la qualité et les compétences des membres du conseil), la rémunération, la stratégie d'entreprise, la mise en nomination et la relève des administrateurs, de même que les changements climatiques. Des réunions ont été tenues avec des sociétés de l'extérieur du Royaume-Uni dans près de 40 % des cas. En Amérique du Nord, LGIM a voté à l'égard de 632 sociétés au total et n'a pas appuyé au moins une résolution dans 65 % des cas¹⁸.

D'après le rapport sur la gouvernance 2016 (*2016 Corporate Governance Report*) de LGIM (le rapport de 2017 n'avait pas encore été publié au moment de la rédaction du présent rapport), la tenue de discussions avec les membres du conseil, quoiqu'elle fasse partie d'une interaction active, ne suffit pas, en particulier si ces discussions ne mènent pas au résultat approprié. En plus de rencontrer des présidents de conseils et des administrateurs indépendants et de tenir des réunions collectives avec des membres de conseils, LGIM s'entretient avec d'autres investisseurs, soulève des préoccupations auprès des organismes de réglementation, incite ceux-ci à modifier leurs politiques, vote contre les résolutions de sociétés et de leurs administrateurs, appuie les résolutions demandées par les actionnaires, soulève des préoccupations au sein du forum des investisseurs du Royaume-Uni (*UK Investors Forum*) (conçu pour faciliter les interactions collectives des investisseurs institutionnels) et discute publiquement de préoccupations avec les médias¹⁹.

Les conseils hésitent à aller au-delà de la communication d'information périodique, sans doute parce qu'ils craignent la communication sélective d'information et la communication d'information privilégiée; bien que cette préoccupation soit légitime, elle peut être gérée.

→ Avantages et risques liés à l'interaction entre les conseils et les investisseurs

L'interaction entre le conseil et les actionnaires présente de nombreux avantages pour les sociétés ouvertes.

1. **L'interaction permet aux conseils et aux membres de la haute direction de cerner les préoccupations importantes de leurs actionnaires.** Par conséquent, les sociétés sont mieux outillées pour prévoir les pressions provenant d'actionnaires activistes, y répondre de façon proactive et éviter d'éventuelles courses aux procurations ou, à tout le moins, se préparer à cette éventualité.
2. **L'interaction représente une occasion d'accroître la confiance des actionnaires** envers le conseil et son orientation stratégique et d'obtenir l'appui des principaux investisseurs institutionnels de la société. L'établissement de telles relations et d'un tel lien de confiance peut s'avérer particulièrement utile lorsque le conseil est ultérieurement confronté à des demandes ou à des propositions d'actionnaires et qu'il peut se tourner vers les actionnaires avec lesquels il a déjà noué une relation.
3. **L'interaction permet également aux conseils d'avoir une précieuse compréhension des affaires ou peut les obliger à réexaminer des stratégies existantes.** Selon le sondage sur les administrateurs de sociétés 2016 (*2016 Annual Corporate Directors Survey*) de PwC, environ 80 % des administrateurs estiment que l'activisme des actionnaires a obligé les sociétés à évaluer des stratégies et à améliorer la répartition des capitaux²⁰.
4. **L'interaction permet également de vérifier si les stratégies et les plans d'un émetteur sont communiqués adéquatement aux actionnaires.** Il peut arriver que le plan soit adéquat, mais que l'information sur une question en particulier manque de transparence ou soit mal comprise.

En dépit de ces avantages, de nombreux conseils sont réticents à adopter une approche d'interaction. Dans la plupart des cas, les conseils hésitent à aller au-delà de la communication d'information périodique et des assemblées générales annuelles, sans doute parce qu'ils craignent la communication sélective d'information et la communication d'information privilégiée. La législation canadienne en valeurs mobilières interdit généralement aux émetteurs et à leurs initiés (par exemple, les administrateurs, les dirigeants et les actionnaires qui détiennent plus de 10 % des titres) ainsi qu'à d'autres personnes qui ont une « relation privilégiée avec un émetteur » de négocier des titres en ayant connaissance d'une information importante qui n'a pas été communiquée

et de s'adonner à la communication sélective de cette information ou à la communication d'information privilégiée.

En outre, la législation canadienne en valeurs mobilières et sur les sociétés restreint généralement la sollicitation de procurations pour le compte d'un émetteur en l'absence d'une circulaire de sollicitation de procurations par la direction (la définition du terme « sollicitation » ayant une portée assez large et englobant divers types de conduite). Dans certains cas, les investisseurs expriment des préoccupations face à l'interaction parce qu'ils craignent la communication d'une information importante inconnue du public qui compromettrait leur capacité d'acheter ou de vendre des actions en raison des restrictions relatives aux opérations d'initiés.

Quoique de telles préoccupations soient valables, elles peuvent être gérées. En établissant d'avance un cadre d'interaction, les conseils sont en mesure d'interagir en permanence avec leurs investisseurs tout en réduisant au minimum les risques d'accrocs à la législation en valeurs mobilières et sur les sociétés. Un cadre d'interaction de ce genre prévoirait notamment le moment et les modalités d'une telle interaction, l'identité des participants au processus d'interaction, la préparation de ces participants quant aux questions qui peuvent être abordées et celles qui ne peuvent pas l'être, la rédaction de réponses et le maintien d'une bonne compréhension des plans et du dossier d'information de l'émetteur. Dans les faits, étant donné les types de questions concernant la gouvernance et la stratégie à propos desquelles les investisseurs sont les plus enclins à interagir (comme il est exposé ci-après), les risques de communication d'une information importante inconnue du public pourraient être assez faibles si les mesures d'interaction sont bien planifiées et non prises de façon ponctuelle. En outre, l'interaction n'implique pas nécessairement le partage d'information : une compréhension importante des enjeux peut être obtenue lors de réunions « d'écoute active » au cours desquelles les commentaires et les préoccupations formulés par les investisseurs sont pris en note sans qu'il soit nécessaire de communiquer de l'information sensible ou importante.

Pratiques exemplaires et indications en matière d'interaction avec les actionnaires : la préparation est essentielle

Même si l'interaction directe avec les actionnaires oblige les conseils à composer avec des questions complexes, la demande en faveur d'une telle interaction continue de prendre de l'ampleur et ne montre aucun signe d'essoufflement. Voici sept pratiques exemplaires que les conseils devraient avoir à l'esprit lorsqu'ils élaborent une approche d'interaction avec les actionnaires. Comme il est exposé ci-dessus, l'IAS et la CCGG au Canada et le SDX aux États-Unis ont donné des indications qui offrent des ressources additionnelles à l'intention des sociétés souhaitant concevoir un cadre le plus adapté possible à leur situation particulière ²¹.

- 1 Mettez en place une politique ou un cadre officiel.** Il est essentiel de mettre en place une politique ou un cadre officiel énonçant l'approche adoptée par le conseil quant à l'interaction qu'il prévoit avoir avec les actionnaires, notamment en ce qui concerne le moment et les modalités d'une telle interaction. Donnez des indications claires sur les questions qui peuvent être dûment examinées par le conseil et sur celles qui devraient être soumises à l'attention des membres de la haute direction. En général, le conseil est le mieux placé pour discuter de questions telles que la gouvernance, les risques auxquels la société s'expose et les contrôles internes de celle-ci, la rémunération des cadres dirigeants et la planification de la relève. Les autres questions importantes concernent notamment la stratégie d'entreprise, les changements climatiques, la composition et la diversité du conseil, le rendement du chef de la direction et la durée du mandat des administrateurs. Établissez des processus d'interaction applicables aux cycles économiques réguliers et aux crises éventuelles. Les conseillers juridiques internes et secrétaires peuvent aider à éviter les incompatibilités entre l'approche adoptée par le conseil, d'une part, et les pratiques et politiques de communication d'information de la société, d'autre part. Ces politiques et procédures devraient être clairement communiquées à l'interne et aux actionnaires.

2 Ayez un objectif de communication constante d'information. Définissez des voies de communication claires et simples favorisant l'interaction entre le conseil et les actionnaires et faites-en part à tous les membres du conseil, à la direction et à l'équipe chargée des relations avec les investisseurs. Déterminez et annoncez la personne-ressource à laquelle les actionnaires pourront s'adresser pour que soit fixée la tenue d'une réunion avec les représentants du conseil. Certaines questions pourraient nécessiter un suivi de la part du conseil : par exemple, après la mise en œuvre de propositions d'actionnaires ou la tenue de votes des actionnaires. Interagissez de façon proactive avec les actionnaires pour leur fournir des mises à jour et recueillir des commentaires. La présence à des conférences auxquelles participent vos principaux actionnaires constitue une voie de communication plus informelle. Envisagez la possibilité d'utiliser les médias sociaux et les tribunes électroniques d'actionnaires pour communiquer régulièrement avec tous les actionnaires et non seulement avec les actionnaires principaux.

3 Surveillez les changements parmi les actionnaires. Obtenez des renseignements à jour sur les principaux actionnaires de l'émetteur au moyen de séances d'information de la direction et en utilisant les services de suivi des actions ainsi que de conseillers en matière de sollicitation de procurations, au besoin. Demeurez à l'affût de la participation de ces actionnaires dans l'émetteur, de leurs stratégies et motifs d'investissement et de leur feuille de route. L'interaction proactive avec les nouveaux actionnaires principaux permet aux conseils de gérer l'activisme actionnarial. Elle peut également maximiser les chances de réussite dans le cadre des votes consultatifs sur la rémunération et des élections des administrateurs, de même que des votes sur la modification de règlements administratifs, les plans d'options sur actions et les opérations importantes touchant l'entreprise.

4 Adoptez des formats de communication différents selon les actionnaires. Le format des réunions peut varier selon les actionnaires. La tenue de réunions distinctes peut être efficace lorsque le conseil souhaite obtenir le soutien d'un actionnaire important ou lorsque les perspectives ou les objectifs sont considérablement différents au sein d'un groupe d'actionnaires. La tenue de tables rondes peut s'avérer le format de réunion optimal pour interagir avec de grands investisseurs institutionnels ayant des intérêts ou des préoccupations harmonisés. Envisagez la tenue de réunions virtuelles pour interagir avec des actionnaires individuels ou lorsqu'un grand nombre de vos importants actionnaires ne peuvent être présents.

5 Concentrez-vous sur votre stratégie à long terme. Les actionnaires activistes sont souvent perçus comme ayant des objectifs à court terme, tandis que le conseil, la direction et de nombreux investisseurs institutionnels ont tendance à mettre l'accent sur les objectifs à long terme. Lorsque vous interagissez avec les actionnaires, comprenez leurs horizons temporels et leurs motifs d'investissement et mettez l'accent sur les points favorisant le rendement des actionnaires en discutant des plans à long terme et en expliquant les plans à court terme. L'adoption d'une telle approche revêt une importance cruciale si le rendement récent de la société laisse à désirer. Si possible, expliquez aux actionnaires votre stratégie en matière de dividendes et la façon dont elle est en accord avec les autres stratégies et objectifs de la société.

6 Mettez en place une équipe appropriée et soyez préparés. Examinez quels sont les membres du conseil les plus à même d'interagir avec les actionnaires sur les sujets de discussion. Est-ce qu'il s'agit du président du conseil, du président du comité de gouvernance, du président du comité de rémunération ou d'un autre membre du conseil? De nombreux investisseurs désirent interagir avec les administrateurs non membres de la direction. Examinez s'il serait utile que des membres de la direction soient également présents à la réunion; notez qu'il est souvent plus approprié qu'ils n'y participent pas lorsque les sujets examinés portent sur le rendement du chef de la direction et la rémunération des cadres dirigeants. Pour se préparer adéquatement, les membres du conseil auront souvent besoin d'obtenir des renseignements additionnels sur les aspects opérationnels de l'entreprise ainsi que sur les actionnaires qu'ils rencontreront et les préoccupations de ceux-ci. Assurez-vous que votre équipe soit au courant des questions qu'elle peut aborder avec les actionnaires et de celles qu'elle ne peut pas aborder afin d'éviter la communication sélective d'information et la communication d'information privilégiée; à cette fin, les participants au processus d'interaction doivent recevoir de l'information à jour sur les plans clés de la société et sur le dossier d'information de l'émetteur. Envisagez la possibilité que la personne responsable des relations avec les investisseurs et que le secrétaire soient présents à la réunion afin que l'ordre du jour et les protocoles convenus soient respectés.

7 Examinez et révisez annuellement vos pratiques en matière d'interaction. Demandez à vos principaux actionnaires qu'ils vous fournissent des commentaires sur vos pratiques en matière d'interaction de même que sur l'information communiquée à cet égard et ajustez-les au besoin. Comparez l'efficacité de vos pratiques en matière d'interaction entre votre conseil et vos actionnaires et de vos communications avec des sociétés comparables en consultant les classements et les médias sociaux. Réviser annuellement vos pratiques en matière d'interaction entre votre conseil et vos actionnaires et discutez régulièrement des résultats des programmes de consultation.

03

Les investisseurs se font entendre : propositions d'actionnaires, propositions de candidats aux postes d'administrateur et demandes de convocation d'assemblées



Les émetteurs continuent de recevoir des propositions sur divers aspects des politiques et de la gouvernance. L'année 2017 a été marquée par une première au Canada : deux grandes banques canadiennes ont reçu des propositions concernant l'adoption de règlements administratifs sur le droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur. La proposition de candidats aux postes d'administrateur par les actionnaires est bel et bien une réalité, et nous prévoyons que les émetteurs canadiens seront plus nombreux à subir de la pression pour favoriser ce mécanisme sous une forme ou sous une autre. Nous analysons dans la présente rubrique les importantes questions juridiques que soulève la proposition de candidats aux postes d'administrateur par les actionnaires et conseillons les émetteurs sur la façon d'actualiser leurs processus pour favoriser l'apport des actionnaires à la présentation de candidatures. Nous examinons également les faits nouveaux concernant le droit des actionnaires de demander la convocation d'une assemblée et étudions la question de savoir si les tribunaux ne sont pas de plus en plus enclins à protéger le droit des actionnaires de présenter des propositions et de demander la convocation d'une assemblée.

03

Les investisseurs se font entendre : propositions d'actionnaires, propositions de candidats aux postes d'administrateur et demandes de convocation d'assemblées

Cette année marque une première : des actionnaires ont exercé leur droit de présenter une proposition d'actionnaire pour demander l'adoption, par deux grandes banques canadiennes, de règlements administratifs concernant le droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur.

La montée de la démocratie actionnariale et de l'interaction avec les actionnaires des dernières années a entraîné la multiplication des processus de gouvernance destinés à faciliter l'apport des investisseurs (et d'autres parties prenantes) aux politiques et à la structure dirigeante des sociétés ouvertes. Les campagnes d'activisme officielles (abordées sous la rubrique « Activisme actionnarial et courses aux procurations : tendances actuelles et évolution sur le plan juridique ») ainsi que les « élections à la majorité » et les « votes consultatifs sur la rémunération » sont les moyens que privilégient les actionnaires pour exprimer leur insatisfaction à l'égard des sociétés dans lesquelles ils investissent. En parallèle, un petit nombre d'actionnaires continuent d'exercer leurs droits, prévus par la législation sur les sociétés, de présenter des propositions d'actionnaires et de demander la convocation d'assemblées d'actionnaires pour faire modifier les pratiques ou les politiques des émetteurs. Ce qui importe, et nous l'avons prévu dans notre *Rapport de Davies sur la gouvernance 2016*²², est que 2017 marque une première : des actionnaires ont exercé leur droit de présenter une proposition d'actionnaire pour demander l'adoption, par deux grandes banques canadiennes, de règlements administratifs concernant le droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur, avec des résultats quelque peu mitigés. Dans la présente rubrique, nous brossons un tableau des tendances actuelles relatives au droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur au Canada et abordons d'importantes problématiques et tendances juridiques concernant ce droit et le droit de demander la convocation d'une assemblée des actionnaires qui ont marqué l'année 2017.

➔ Propositions d'actionnaires : les émetteurs canadiens continuent de recevoir des propositions sur la gouvernance et les politiques

Les actionnaires de sociétés canadiennes peuvent depuis longtemps se prévaloir d'un mécanisme qui leur permet de présenter à une société un avis concernant toute question qu'ils désirent soulever à une assemblée d'actionnaires, et notamment proposer des candidats à des postes d'administrateur. Toute question à débattre qui est valablement présentée au moyen d'une proposition doit être incluse dans la circulaire de sollicitation de procurations de la direction de l'émetteur pour son assemblée générale annuelle (une « AGA »), sous réserve du respect des exigences prévues par les lois sur les sociétés applicables.

Bien qu'un émetteur ne soit pas normalement tenu de mettre en œuvre une proposition même si elle est approuvée par la majorité des actionnaires, cette absence de mise en œuvre ou l'omission de même interagir avec les actionnaires lorsqu'une proposition obtient un appui assez élevé peut avoir des conséquences négatives pour l'émetteur.

➔ Principales tendances et sujets faisant l'objet des propositions d'actionnaires en 2017

Comme il en a été question dans nos rapports antérieurs, le nombre de propositions d'actionnaires a monté en flèche en 2015. En 2016 et en 2017, ce nombre a diminué pour atteindre un niveau plus modéré et constant. Cela étant dit, le nombre d'émetteurs qui reçoivent des propositions d'actionnaires est demeuré assez constant d'une année à l'autre. Nous constatons en outre que depuis quatre ans, les institutions financières ne sont plus les seules entités visées par ces propositions. Des émetteurs de secteurs fort variés continuent de recevoir des propositions sur les politiques et la gouvernance.

Les questions les plus souvent abordées dans les propositions d'actionnaires présentées en 2017 comprennent les suivantes :

- l'amélioration de la représentation hommes-femmes, notamment au conseil et à la haute direction;
- l'obligation de tenir un vote consultatif sur la rémunération des membres de la haute direction ou la recherche de mesures de correction des lacunes dans les politiques ou les pratiques de rémunération;
- la situation fiscale, comme la demande faite à l'émetteur de se retirer des paradis fiscaux ou des territoires à faible taux d'imposition;
- la communication des résultats du scrutin séparément par catégorie d'actions et de renseignements connexes;
- la simplification et la présentation de l'information financière et des rapports financiers.

03

Les investisseurs se font entendre : propositions d'actionnaires, propositions de candidats aux postes d'administrateur et demandes de convocation d'assemblées

TABLEAU 3-1 : NOMBRE DE PROPOSITIONS D'ACTIONNAIRES ET D'ÉMETTEURS; MOYENNE DES VOTES « EN FAVEUR »

	2017	2016	2015	2014
Nombre de propositions	46	47	65	49
Nombre d'émetteurs ayant reçu des propositions	22	24	26	18
Nombre d'institutions financières ayant reçu des propositions	7	7	7	9
Pourcentage moyen des votes « EN FAVEUR » (toutes les propositions)	18 %	14 %	19 %	10 %
Pourcentage moyen des votes « EN FAVEUR » (à l'exclusion des propositions approuvées par les actionnaires)	12 %	7 %	11 %	10 %

En règle générale, l'année 2017 n'a pas vu naître des tendances ou des problématiques très différentes de celles de 2016, sauf pour ce qui est du fait que des propositions concernant « le droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur » ont été présentées pour la première fois, comme il en est question sous la rubrique « Droit de proposer des candidats : Y aura-t-il déferlement de propositions au Canada? ». Voici les principales tendances qui ont marqué la période de sollicitation de procurations en 2017 :

- **La diversité au sein du conseil est encore d'actualité.** Les propositions concernant l'amélioration de la diversité au sein de la direction des émetteurs sont encore nombreuses, quoique moins qu'en 2016. Par exemple, des 46 propositions qui ont été présentées, 3 (8 en 2016) émetteurs de l'indice composé S&P/TSX et de l'indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX ont reçu des propositions concernant l'adoption d'une politique sur la diversité au sein du conseil et de reddition de comptes à cet égard. Restaurant Brands International Inc., qui a reçu une telle proposition en 2016, s'est vu présenter une autre proposition semblable en 2017 (sujet également abordé sous la rubrique « Manque de diversité au sein des sociétés ouvertes canadiennes : principales tendances et mesures à prendre pour diversifier davantage l'équipe dirigeante »).

- **Trois propositions ont obtenu l'approbation de la majorité des actionnaires.** Comme en 2016, trois propositions présentées à trois émetteurs ont été approuvées à la majorité des voix. Dans deux de ces cas (Bombardier Inc. et Transat A.T. Inc.), l'appui des actionnaires, à 99 %, était retentissant (la proposition portait sur la communication des résultats des scrutins tant en chiffres qu'en pourcentages). La troisième proposition (présentée à la Banque Toronto-Dominion), qui avait trait au droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur, a obtenu l'approbation d'une courte majorité des actionnaires, comme il en est question ci-après.
- **La plupart des propositions ne sont pas adoptées, mais l'appui des actionnaires augmente.** Bien que la plupart des propositions n'obtiennent normalement pas la faveur de la majorité des actionnaires, l'appui de ceux-ci va en s'amplifiant. En 2017, le pourcentage moyen des votes « en faveur » de toutes les propositions s'est établi à 17,8 %, en hausse par rapport à 13,8 % en 2016. Pour 43 des 46 propositions ayant fait l'objet d'un vote, mais n'ayant pas été approuvées à la majorité, le taux d'appui moyen, à 12,4 %, a été supérieur à celui de 2016, soit 7 %.
- **Le nombre de propositions retirées continue d'être élevé.** Comme en 2016, en plus des 46 propositions présentées aux actionnaires en 2017, 27 autres propositions ont été transmises, mais retirées avant l'AGA de l'émetteur. Le nombre assez élevé de propositions retirées en 2016 (24) et en 2017 (27) vient soutenir notre avis que l'interaction entre les investisseurs et le conseil ou la direction de l'émetteur peut contribuer à prévenir ou à résoudre les préoccupations qui donnent naissance à des propositions et provoquent des formes plus agressives d'activisme actionnarial.

Bien qu'on ne parle pas ici d'une tendance, les émetteurs doivent savoir que, en 2017, deux émetteurs ont reçu trois propositions concernant la détermination des risques liés aux changements climatiques, à la collectivité ou à l'environnement ainsi que la reddition de comptes à cet égard. Il s'agit d'une suite notable à l'évolution constatée en 2016 lorsque l'une des deux propositions liées aux changements climatiques a récolté un pourcentage écrasant de votes « en faveur » de 98 % (Suncor Energy Inc.). Comme il en est question sous la rubrique « Se préparer aux changements climatiques : tendances en matière de définition, de gestion et de communication des risques », les sociétés ouvertes sont de plus en plus incitées à instaurer des systèmes de gestion du risque lié aux changements climatiques et à fournir de l'information à cet égard.

03

Les investisseurs se font entendre : propositions d'actionnaires, propositions de candidats aux postes d'administrateur et demandes de convocation d'assemblées

L'interaction entre les investisseurs et le conseil ou la direction de l'émetteur peut contribuer à prévenir ou à résoudre les préoccupations qui donnent naissance à des propositions et provoquent des formes plus agressives d'activisme actionnarial.

→ Les propositions d'actionnaires serviraient-elles à proposer des candidats aux postes d'administrateur?

Comme il en a été question plus tôt, les actionnaires des sociétés canadiennes peuvent se prévaloir de leur droit de présenter des propositions pour proposer des candidats à l'élection à un poste d'administrateur. Malgré la campagne continue pour l'amélioration de ce droit qu'ont menée les actionnaires aux États-Unis et au Canada au cours des dernières années (sujet abordé ci-après), les dispositions canadiennes sur les propositions d'actionnaires ont rarement servi au Canada pour proposer des candidats à un poste d'administrateur. Cette situation découle probablement des quatre facteurs suivants :

1. La date limite pour la soumission d'une proposition est généralement entre quatre et six mois avant la date de l'assemblée et est souvent passée avant qu'un actionnaire activiste se soit décidé à passer à l'action.
2. Le nombre maximal de mots prévu par règlement, soit 500, que doit comporter la proposition n'est pas propice à l'intervention.
3. Les actionnaires détenant 5 % des actions peuvent déjà demander la convocation d'une assemblée d'actionnaires, et la date limite d'une telle demande est normalement beaucoup plus tardive que celle pour la présentation d'une proposition.
4. La simple inclusion de l'information sur les candidats dans la circulaire de sollicitation de procurations et sur le formulaire de procuration de l'émetteur n'est généralement pas considérée comme suffisante pour permettre à l'activiste d'avoir des chances appréciables de succès à moins que l'initiative ne soit accompagnée d'un important effort de sollicitation, ce qui porte les activistes à envoyer leur propre circulaire par la poste.

En dépit des inconvénients susmentionnés, le mécanisme de propositions d'actionnaires peut se révéler utile pour l'actionnaire qui souhaite proposer des candidats à un poste d'administrateur de la manière la moins coûteuse possible. Ce mécanisme pourrait être particulièrement efficace pour un actionnaire important ou un groupe d'actionnaires importants qui n'ont pas besoin de solliciter publiquement de nombreux actionnaires pour gagner des appuis à l'égard d'une liste de candidats proposés. Le recours au mécanisme de la proposition pour présenter des candidats aux postes d'administrateur pourrait aussi devenir bientôt plus intéressant, si le projet de modification de la LCSA est mis en œuvre. Les modifications qu'il est proposé d'apporter au règlement

d'application de la LCSA modifieraient le délai réglementaire pour préciser qu'il s'agit d'au moins 90 jours avant l'anniversaire de l'assemblée de l'année précédente, plutôt que 90 jours avant l'anniversaire de l'avis de convocation à l'assemblée transmis relativement à l'assemblée de l'année précédente. Ce changement prévoirait la présentation plus tardive des propositions d'actionnaires et pourrait entraîner l'utilisation accrue de cet outil pour proposer des candidats aux postes d'administrateur.

Droit de proposer des candidats : Y aura-t-il déferlement de propositions au Canada?

En plus du droit de présenter des propositions d'actionnaires dont il est question ci-dessus, et peut-être en partie en raison des inconvénients décelés quant à l'utilité du mécanisme des propositions d'actionnaires pour proposer des candidats aux postes d'administrateur, d'autres démarches ont été entreprises au Canada ces deux dernières années pour ouvrir l'accès, aux actionnaires, au processus de mise en candidature pour les postes d'administrateur. Comme nous l'expliquons en détail dans le *Rapport de Davies sur la gouvernance 2016*²³, pendant la période de sollicitation de procurations de 2015 aux États-Unis, l'une des principales questions de gouvernance évoquée était celle du droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur, et cette question domine depuis au Canada.

Toutefois, tous les participants n'estiment pas forcément que le droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur, du moins selon le modèle américain de proposition de candidatures, soit un moyen adéquat ou indispensable pour le marché canadien. Nombreux sont ceux qui affirment que le droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur est inutile étant donné que le cadre juridique du Canada prévoit déjà une certaine forme du droit de proposer des candidatures : en effet, comme il est indiqué ci-dessus, la plupart des lois sur les sociétés autorisent les actionnaires qui détiennent un pourcentage déterminé d'actions comportant droit de vote à présenter une candidature à un poste d'administrateur qui figure dans la circulaire de sollicitation de procurations par la direction, ou à demander la convocation d'une assemblée des actionnaires à laquelle ils peuvent proposer des candidats. Les différences entre le droit des sociétés canadien et les règles de la Bourse de Toronto (la « TSX »), d'une part, et la réglementation américaine, d'autre part, rendent quasi inexistantes les conseils renouvelables par tranches au Canada, de sorte que les administrateurs peuvent être destitués à chaque AGA par les actionnaires.



Tous les participants n'estiment pas forcément que le droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur, du moins selon le modèle américain de proposition de candidatures, soit un moyen adéquat ou indispensable pour le marché canadien.

03

Les investisseurs se font entendre : propositions d'actionnaires, propositions de candidats aux postes d'administrateur et demandes de convocation d'assemblées

Présentation aux banques canadiennes de propositions sur le droit de proposer des candidats : un succès et un quasi-succès

Malgré la multitude de propositions sur le droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur qui ont été présentées aux États-Unis au cours des dernières années, aucun émetteur canadien n'avait jusqu'à cette année reçu de proposition d'actionnaire portant sur le droit de proposer des candidats ni n'avait adopté de politiques à cet égard, lorsque deux des plus grandes banques du Canada, à savoir la Banque Royale du Canada (la « RBC ») et la Banque Toronto-Dominion (la « Banque TD »), ont reçu des propositions demandant l'adoption d'un règlement administratif sur le droit de proposer des candidats. Les propositions ont été soumises à chacune des banques par le même actionnaire qui demandait à leur conseil respectif d'adopter un règlement administratif semblable au règlement administratif américain le plus courant sur la question, permettant aux actionnaires qui sont propriétaires véritables d'au moins 3 % des actions ordinaires en circulation de la banque de façon continue depuis trois ans de proposer des candidats à un poste d'administrateur.

Pour un certain nombre de raisons, les conseils de la Banque TD et de la RBC ont recommandé aux actionnaires de voter contre les propositions. ISS et certains grands investisseurs institutionnels ont appuyé les propositions, l'une d'elles ayant été adoptée à une faible majorité à l'assemblée annuelle des actionnaires de la Banque TD tenue le 30 mars 2017, recueillant l'appui de 52,2 % des actionnaires. Toutefois, une semaine plus tard, soit le 6 avril 2017, la même proposition a été rejetée à une faible majorité à l'assemblée annuelle des actionnaires de la RBC, 53,2 % des actionnaires ayant voté contre. Les deux banques ont annoncé leur intention de reporter leur décision quant à l'éventuelle mise en œuvre d'un règlement administratif sur le droit de proposer des candidats et, le cas échéant, quant à ses modalités. Les deux banques ont aussi confirmé leur engagement à poursuivre le dialogue avec les parties prenantes au cours de l'année à venir afin d'examiner un régime autorisant la proposition de candidats aux postes d'administrateur qui pourrait leur convenir, et elles feront état de leur réflexion dans leur circulaire de sollicitation de procurations de 2018.

Plusieurs évoquent aussi d'importantes différences entre le marché canadien et le marché américain, comme la plus petite taille du marché canadien, la plus petite capitalisation boursière des émetteurs canadiens et le fait que les actions des émetteurs canadiens tendent à être moins liquides, qui, toutes, amplifient l'influence des investisseurs institutionnels au Canada et, combinées aux autres droits des actionnaires prévus par la loi, éliminent le besoin d'avoir le droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur. De plus, l'intensification de l'interaction avec les actionnaires, au Canada comme aux États-Unis, ces dernières années signifie que bon nombre d'investisseurs institutionnels ont déjà la possibilité de faire valoir leur point de vue sur un large éventail de questions de gouvernance et de politique au cours de discussions régulières avec les membres du conseil ou de la direction. Par conséquent, les émetteurs et les investisseurs doivent déterminer s'ils appuient ou non (et pour quelle raison) le droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur et, le cas échéant, sous quelle forme dans les circonstances, qui varieront d'un émetteur à l'autre.

En mai 2015, la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance (la « CCGG »), principal groupe-conseil en gouvernance au Canada, a publié son énoncé de politique sur le droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur, plaçant la question en tête de file des démarches émergentes en matière de gouvernance au Canada. La CCGG estime que la participation des actionnaires au processus de sélection des candidats à un poste d'administrateur ne devrait pas être considérée comme un simple mécanisme de rechange à utiliser lorsque toutes les autres tentatives visant à améliorer la performance du conseil ont échoué, mais plutôt comme un principe de saine gouvernance²⁴. L'énoncé de politique de la CCGG encourage les sociétés canadiennes à adopter volontairement des politiques concernant le droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur comme mesure d'amélioration de l'interaction directe avec les actionnaires et de la composition des conseils canadiens. À maints égards, la proposition de la CCGG concernant le droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur est conforme à l'évolution de cette question aux États-Unis. Toutefois, il existe des différences notables, comme

le fait que la CCGG recommande que le droit d'un actionnaire de proposer des candidats ne soit pas conditionnel à ce qu'il détienne des actions pendant un délai prescrit avant de soumettre une candidature.

Par voie de projet de loi émanant d'un député, il a récemment été proposé de modifier la *Loi sur les sociétés par actions* de l'Ontario (la « LSAO ») afin de faire enchâsser dans la loi le droit des actionnaires de sociétés constituées sous le régime des lois de l'Ontario de proposer des candidats aux postes d'administrateur. Si les modifications proposées étaient adoptées (ce qui n'est pas certain au moment de rédiger le présent rapport)²⁵, la LSAO permettrait aux actionnaires inscrits ou aux actionnaires véritables qui détiennent au moins 3 % des actions ou 3 % de la catégorie ou de la série d'actions conférant le droit de voter à l'assemblée de proposer un seul candidat. Si une telle proposition est présentée, le formulaire de procuration de la société doit inclure le nom du candidat proposé par l'actionnaire, et les actionnaires peuvent nommer l'un des leurs à la présidence de l'assemblée.

Évolution de la législation concernant le droit de demander la convocation d'assemblées d'actionnaires : *Koh v Ellipsiz Communications Ltd.*

L'un des droits puissants dont jouissent les actionnaires de sociétés canadiennes est celui qu'ont les porteurs de 5 % ou plus des actions comportant droit de vote émises de demander aux administrateurs de convoquer une assemblée des actionnaires²⁶. Dès la réception d'une demande valide proposant des questions légitimes à soumettre aux actionnaires, soit, dans bien des cas, la destitution et l'élection d'administrateurs, les administrateurs doivent convoquer, dans les 21 jours qui suivent, une assemblée des actionnaires pour débattre des questions énoncées dans la demande²⁷. La demande d'un actionnaire de convoquer une assemblée ou la proposition d'actionnaire peuvent être légitimement refusées par le conseil si, entre autres (1) l'objet principal de l'assemblée ou de la proposition est de « faire valoir, contre la société ou ses administrateurs, ses dirigeants ou les détenteurs de ses valeurs mobilières, une réclamation personnelle ou d'obtenir d'eux la réparation d'un grief personnel »; ou si (2) l'objet principal de l'assemblée ou de la proposition « n'est pas [lié] de façon importante aux activités commerciales ou aux affaires internes de la société ».

Les tribunaux canadiens ont de tout temps obligé les actionnaires à se conformer rigoureusement aux normes concernant la présentation de demandes de convocation d'assemblées des actionnaires et ont eu tendance à invalider de telles demandes pour des raisons techniques, ce qui rendait l'utilisation de

03

Les investisseurs se font entendre : propositions d'actionnaires, propositions de candidats aux postes d'administrateur et demandes de convocation d'assemblées

Le jugement en deux étapes rendu dans l'affaire *Koh v Ellipsiz Communications Ltd.* laisse supposer que les tribunaux pourraient être moins enclins à permettre aux émetteurs de refuser, pour des raisons techniques, une demande de convocation d'assemblée, accordant plutôt le bénéfice du doute à l'actionnaire demandeur.

ce droit moins efficace qu'il n'y paraissait²⁸. Le jugement en deux étapes rendu dans l'affaire *Koh v Ellipsiz Communications Ltd.* (« Koh »), laisse toutefois supposer que les tribunaux pourraient être moins enclins à permettre aux émetteurs de refuser, pour des raisons techniques, une demande de convocation d'assemblée, accordant plutôt le bénéfice du doute à l'actionnaire demandeur²⁹

Dans l'affaire *Koh*, l'actionnaire demandeur, M. Koh, un des administrateurs et actionnaire dominant (42 %) d'Ellipsiz Communications Ltd. (« Ellipsiz »), société ouverte constituée en vertu de la LSAO, a demandé la convocation d'une assemblée notamment pour destituer et remplacer trois des cinq membres du conseil d'administration, ainsi que pour se faire nommer président du conseil de la société et de la filiale active de celle-ci et se faire attribuer la responsabilité de la négociation des acquisitions et des financements de la société. Le conseil a conclu que M. Koh visait des objectifs personnels indus et que sa demande de convocation d'une assemblée devait être refusée. Le juge de première instance était d'accord avec le conseil. En appel, la Cour divisionnaire de l'Ontario a infirmé cette décision en concluant que la demande de M. Koh concernait des questions inhérentes aux activités commerciales et aux affaires internes de la société, et que l'on devait permettre la convocation de l'assemblée.

Bien que les juges de la Cour divisionnaire et du tribunal de première instance en soient arrivés à des conclusions différentes au sujet du bien-fondé de la demande de convocation d'une assemblée, ils ont dans leurs décisions fait ressortir les principes suivants concernant ce type de demande, principes qui peuvent aussi s'appliquer aux propositions d'actionnaires :

- Le droit d'un actionnaire prévu par la LSAO de demander la convocation d'une assemblée est un droit fondamental en matière de gouvernance. Puisqu'il s'agit d'un droit fondamental, on ne peut y porter atteinte à la légère.
- Le libellé de la LSAO voulant qu'« il appara[isse] nettement » que la demande est motivée par une réclamation personnelle ou un grief personnel établit un seuil très élevé pour l'application de l'exception; en effet, tout doute concernant l'application de l'exception devrait être résolu en faveur de la tenue de l'assemblée. Il incombe au conseil d'établir que l'une des exceptions prévues par la loi s'applique.
- Lorsqu'ils refusent la demande de l'actionnaire, les administrateurs ne bénéficient pas de la protection de la règle de l'appréciation commerciale et doivent être justifiés de conclure qu'une exception s'applique et justifie leur refus de la demande.
- L'existence d'un élément d'intérêt personnel dans la question n'est pas une raison suffisante pour refuser une demande; selon la LSAO, un tel refus est justifié si l'« objet principal » de la demande est le règlement

d'une réclamation personnelle ou la réparation d'un grief personnel. Afin de déterminer si l'« objet principal » de la demande est de faire valoir une réclamation personnelle ou un grief personnel, les administrateurs d'une société doivent penser au-delà du libellé des résolutions proposées et évaluer la preuve objective du but de l'actionnaire.

- Seuls les « réclamations personnelles » et les « griefs personnels », et non les simples intérêts personnels, doivent être pris en compte par un conseil qui doit déterminer s'il accepte ou non une demande de convocation d'assemblée.

Bien qu'il reste à voir si cette décision en deux étapes prise en vertu de la LSAO marque un jalon important dans l'évolution du droit ou si ses effets sont limités aux faits en l'espèce, il semble que les principes dégagés par les tribunaux auront une application large faisant autorité pour nombre de différends à venir mettant en cause un actionnaire dissident ou un groupe d'actionnaires dissidents qui souhaite faire convoquer une assemblée des actionnaires ou faire une proposition d'actionnaire. Le conseil d'une société devra par conséquent évaluer consciencieusement quelles sont ses obligations juridiques à l'égard de l'acceptation ou du refus d'une telle demande. Comme dans la situation, entre autres, où ils reçoivent des propositions de candidats à des postes d'administrateur en vertu de règlements administratifs sur les préavis, les émetteurs devront agir d'une manière raisonnable sur le plan commercial et non d'une façon stratégique ou visant à faire échec aux efforts d'un actionnaire qui souhaite exercer ses droits fondamentaux.



Les émetteurs devraient agir d'une manière raisonnable sur le plan commercial et non d'une façon stratégique ou visant à faire échec aux efforts d'un actionnaire qui souhaite exercer ses droits fondamentaux.

Notre point de vue :



LES ÉMETTEURS DEVRAIENT ENVISAGER DES MÉCANISMES FAVORISANT LA PARTICIPATION DES ACTIONNAIRES AU PROCESSUS DE MISE EN CANDIDATURE POUR LES POSTES D'ADMINISTRATEUR

Bien que nous ne prévoyions pas une pléthore de propositions sur le droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur au cours de la période de sollicitation de 2018 au Canada, les émetteurs canadiens devraient se faire inviter avec de plus en plus d'insistance à faciliter la participation accrue des actionnaires au processus de mise en candidature pour les postes d'administrateur. Cette pression prendra vraisemblablement la forme de propositions, notamment, car deux des plus grandes banques du Canada ont reçu de telles propositions, dont une a été adoptée par une majorité serrée d'actionnaires, et que le droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur demeure une question de gouvernance centrale. Le droit de proposer des candidats aux postes d'administrateur, sous ses diverses formes, est l'une des façons, mais non la seule, pour avoir voix au chapitre, et la revendication de ce droit pourrait en fait ne pas être la bonne manière de s'y prendre. Certains émetteurs mettent plutôt en place des politiques et des processus de participation qui permettent expressément aux actionnaires, quoique de façon moins officielle, de donner leur avis sur la sélection de candidats aux postes d'administrateur ou de président du conseil, notamment de proposer des candidats au comité des mises en candidature pour examen.

Une chose est sûre - les administrateurs jugeront prudent de solliciter les observations des actionnaires à l'égard de la taille, de la composition et de l'efficacité du conseil, idéalement bien avant l'AGA, afin de connaître leur opinion sur les structures de direction et d'y donner suite. La réponse de la RBC et de la Banque TD aux propositions sur la présentation de candidats, attendue avant leur AGA de 2018, indiquera plus clairement si le droit à la présentation de candidats aux postes d'administrateur est installé au Canada et fournira éventuellement une marche à suivre pour les autres émetteurs canadiens. D'ici là, les conseils devraient prendre le temps de comprendre et d'analyser les pour et les contre du droit de proposer des candidats afin de déterminer si certains éléments sont utiles à leur organisation, ou si d'autres solutions s'imposent. Cette démarche pourrait très bien éviter les propositions sur le droit de présenter des candidats ou des votes contre les administrateurs aux élections à venir.

04

Activisme actionnarial et courses aux procurations : tendances actuelles et évolution du contexte juridique



Jusqu'ici en 2017, le Canada a enregistré un nombre de courses aux procurations officielles inférieur à celui observé en 2016, les actionnaires dissidents ayant toutefois connu des taux de succès supérieurs à ceux de l'an dernier. Cependant, le nombre de courses aux procurations ne peut à lui seul témoigner de l'ampleur globale de l'activisme actionnarial. Bon nombre de sociétés ouvertes continuent de rencontrer en privé les activistes et, si ces derniers leur fournissent des arguments convaincants, d'apporter les modifications qu'ils leur proposent avant même que le différend ne soit porté sur la place publique. Par ailleurs, des rebondissements juridiques intéressants survenus en 2017 ont obligé les conseils à être particulièrement prudents dans l'élaboration des tactiques défensives à employer en réponse à une course aux procurations. Le texte qui suit présente les tendances actuelles et le contexte juridique en matière d'activisme actionnarial ainsi qu'une analyse approfondie de la campagne de sollicitation de procurations savamment orchestrée par Mantle Ridge, qui a mené Hunter Harrison, figure iconique du secteur ferroviaire, à quitter le Canadien Pacifique pour occuper un poste chez CSX Corporation.

04

Activisme actionnarial et courses aux procurations

Pour la période allant jusqu'en juillet 2017, seulement 19 courses aux procurations officielles avaient eu lieu au Canada, une baisse par rapport aux 33 enregistrées en 2016 et aux 55 enregistrées en 2015.

À l'occasion de la mise à jour annuelle du présent rapport, nous faisons le décompte des courses aux procurations qui ont eu lieu au cours de la dernière année. Nous avons constaté une augmentation importante du nombre de courses aux procurations jusqu'en 2015, année où ce nombre a atteint des sommets. Depuis, toutefois, il a diminué pour revenir à ce qui semble être un niveau moyen d'activisme actionnarial, selon le nombre de courses aux procurations enregistré à ce jour. À la fin de juillet 2017, nous avons répertorié seulement 19 courses aux procurations officielles, une baisse par rapport aux 33 enregistrées en 2016 et aux 55 enregistrées en 2015³⁰.

Bien que l'activisme actionnarial prenne moins souvent qu'avant la forme de courses aux procurations, sa forme plus discrète, lorsque des actionnaires et des conseils se rencontrent en privé pour s'entendre sur une modification et faire coïncider leurs points de vue contraires sur la stratégie d'entreprise et la gouvernance, demeure fréquemment observée. De toute évidence, les conseils sont de plus en plus disposés à interagir avec les actionnaires importants et les investisseurs activistes. Il est de plus en plus fréquent que les activistes atteignent leurs objectifs sans avoir à brandir publiquement la menace d'une course aux procurations. Certains conseils et certaines équipes de direction trouvent même constructif de faire intervenir des activistes (moyennant des ententes de confidentialité appropriées) et de faire ainsi jouer aux actionnaires un rôle consultatif auprès du conseil pour l'élaboration de sa stratégie, l'évaluation de sa structure de gouvernance ou la négociation d'une opération.

Si le nombre de courses aux procurations a diminué, le taux de succès obtenu par les dissidents jusqu'ici en 2017 est quant à lui très élevé et atteint 58 % (comparativement à 33 % en 2016), soit le taux le plus élevé obtenu depuis plusieurs années (la mesure du succès des courses aux procurations n'étant toutefois jamais une science exacte).

Il y a eu peu d'assemblées des actionnaires contestées cette année, mais les quelques assemblées que nous avons examinées ont donné lieu à des rebondissements juridiques intéressants du point de vue des tactiques défensives utilisées par les équipes de direction des émetteurs cibles. Il en sera question ci-après.

→ Intervention des autorités de réglementation dans le placement privé d'Eco Oro Minerals

Les actionnaires dissidents dans la course aux procurations d'Eco Oro Minerals Corp. (« Eco Oro ») ont remporté une victoire remarquable en juin 2017, lorsqu'une formation de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la

« CVMO ») a ordonné l'annulation d'un placement privé ayant eu pour effet d'augmenter le nombre d'actions détenues par des actionnaires favorables à la direction peu avant la date de clôture des registres en vue d'une assemblée des actionnaires contestée.³¹

La saga d'Eco Oro a commencé en février 2017, lorsque des actionnaires dissidents de cette société ont exigé la tenue d'une assemblée des actionnaires avec l'intention de remplacer le conseil d'administration en poste. Huit jours avant la date de clôture des registres en vue de cette assemblée, que la société prévoyait tenir en avril 2017, la direction a émis de nouvelles actions suivant la conversion anticipée de titres d'emprunt détenus par un certain nombre de porteurs de billets et d'actionnaires d'Eco Oro connus pour leur soutien au conseil en place. Ces actionnaires ont été appelés à signer (et ont signé) des lettres témoignant de leur soutien aux candidats de la direction à l'élection devant avoir lieu à l'assemblée. Grâce au placement privé, les actionnaires favorables aux candidats de la direction ont vu leur participation dans les actions ordinaires en circulation passer de 41 % à environ 46 %, la marge de 5 % risquant d'être un facteur déterminant dans la défaite des actionnaires dissidents dans la course aux procurations.

Conformément à ses règles d'autorisation préalable des placements privés, la Bourse de Toronto (la « TSX ») avait approuvé le placement privé d'Eco Oro, ayant accepté l'assurance donnée par les conseillers juridiques d'Eco Oro que l'opération « n'influerait pas considérablement sur le contrôle » d'Eco Oro et ne nécessiterait donc pas l'approbation des actionnaires. En particulier, l'émission d'actions ordinaires suivant la conversion de titres d'emprunt avait été réalisée sans que le public en soit d'abord informé.

Répondant à la demande des actionnaires dissidents, la CVMO a écarté l'approbation de la TSX à l'égard du placement privé, elle a interdit les opérations sur les actions visées et a ordonné l'annulation du placement, à moins qu'il ne soit approuvé par les actionnaires (compte non tenu des actions détenues par les participants au placement privé). L'intervention de la CVMO a eu pour effet de neutraliser les droits de vote rattachés aux actions nouvellement émises. À l'audience de la CVMO, le personnel de la TSX a démontré que les conseillers juridiques d'Eco Oro étaient restés muets sur les circonstances du placement privé, y compris sur l'existence d'une course aux procurations et sur l'incidence du placement sur l'issue probable de celle-ci.

La principale question que la CVMO s'est posée pour décider d'exiger l'annulation du placement à moins qu'il ne soit approuvé par les actionnaires d'Eco Oro était celle de savoir si l'émission d'actions dans le cadre du placement privé « influencerait considérablement sur le contrôle » d'Eco Oro. Même si le placement privé n'aurait pas eu pour effet de conférer à un seul actionnaire ou à un groupe d'actionnaires agissant de concert une participation de 20 %,

Types de courses aux procurations constatés en 2017

Des 19 courses aux procurations lancées au cours des sept premiers mois de 2017, six (ou 32 %) étaient liées à une opération. Treize courses (ou 68 %) s'inscrivaient dans des campagnes visant à remplacer la totalité ou une partie des membres du conseil de l'émetteur cible et consistaient, pour la plupart, à faire entrer au conseil des représentants de dissidents minoritaires plutôt qu'à remplacer au moins la majorité des administrateurs. Les émetteurs du secteur des matières premières font face à un niveau relativement élevé d'activisme, suivis des émetteurs du secteur de la technologie de l'information et du secteur immobilier. Le secteur des ressources et de l'énergie, habituel point de mire des campagnes d'activistes ces dernières années, a moins retenu l'attention cette année. Toutefois, étant donné la composition des marchés boursiers du Canada, nous nous attendons à ce que les émetteurs des marchés des matières premières, des ressources et de l'énergie ainsi que celui des TI continuent d'être des cibles de choix des propositions d'activistes.

04

Activisme actionnarial et courses aux procurations

La CVMO a conclu que le fait que la TSX ne tienne pas compte de l'incidence d'une émission d'actions sur un vote ponctuel était contraire à l'intérêt public.

la CVMO jugeait qu'une analyse contextuelle exhaustive était nécessaire pour déterminer si le placement influait sur le contrôle. La CVMO a rejeté l'argument selon lequel l'analyse du contrôle par la TSX devrait comprendre un critère précis de propriété de 20 %. Elle a plutôt appliqué une théorie de « contrôle durable » voulant que la TSX doive prendre en compte l'incidence d'une émission d'actions, même d'un petit nombre d'actions, sur le résultat d'un vote d'actionnaires donné, en conformité avec le libellé de ses règles et de ses commentaires antérieurs sur la question. En outre, même si la décision de la CVMO n'était pas fondée sur le pouvoir de cette dernière de protéger l'intérêt public (mais plutôt sur son pouvoir d'examiner les décisions de la TSX), la CVMO considérait que le fait que la TSX ne tienne pas compte de l'incidence d'une émission d'actions sur un vote ponctuel était contraire à l'intérêt public, affirmant qu'il était nécessaire, pour servir cet intérêt, de se demander si l'émission d'actions par un émetteur inscrit en bourse visait à rendre la direction inamovible dans le contexte d'une course aux procurations. Dans la formulation de sa décision, la CVMO a reproché à Eco Oro des lacunes dans l'information fournie à la TSX en conséquence desquelles la TSX n'avait pas eu connaissance d'un certain nombre de faits importants ou n'en avait pas saisi toute la mesure pour déterminer si elle devait approuver le placement.

La décision de la CVMO a de vastes répercussions sur l'activisme actionnarial au Canada et démontre que la CVMO est disposée à intervenir dans les courses aux procurations pour préserver le caractère équitable du vote. Dans ses motifs, la CVMO a souligné que la décision de reconstituer ou non un conseil revient aux actionnaires et que la direction ne doit pas avoir la liberté de manipuler le vote. Permettre qu'un vote soit dénaturé par un tel comportement porterait, selon elle, une atteinte directe à l'intégrité des marchés financiers de l'Ontario, ce qui est contraire au mandat de la CVMO et à l'intérêt public.

La décision prise par la CVMO à l'égard d'Eco Oro est également remarquable par la mesure de redressement imposée, essentiellement un retour en arrière consistant à annuler le placement privé, à moins que les actionnaires ne l'approuvent, et entre-temps à neutraliser les droits de vote rattachés aux actions nouvellement émises. Bien que la CVMO ait expressément le pouvoir de prononcer une interdiction d'opérations sur les actions, elle n'a aucun pouvoir formel de rendre des ordonnances en matière de vote ou d'ordonner l'annulation d'une opération. Toutefois, dans sa décision, la formation a fait remarquer qu'il n'existait pas d'autre mesure de redressement adéquate dans les circonstances et conclu que l'annulation de l'opération causait peu de préjudices aux acquéreurs étant donné que le prix d'achat des actions avait été réglé au moyen de la conversion de titres d'emprunt.

La décision *Eco Oro* amènera probablement le personnel de la TSX à faire preuve de plus de rigueur à l'avenir lors de l'examen d'opérations de ce genre. Nous nous attendons également à ce que les cas dans lesquels la TSX autorisera la

réalisation d'un placement privé avant son annonce publique (et l'écoulement d'un certain délai pour permettre les contestations) soient très limités. Il se pourrait en outre que la TSX impose plus souvent l'obligation de soumettre les placements privés à l'approbation des actionnaires. De plus, la décision *Eco Oro* vient confirmer la tendance observée récemment voulant que la CVMO intervienne dans les courses aux procurations pour préserver le caractère équitable du vote. Plus particulièrement :

- En ce qui concerne la manière dont la CVMO perçoit l'intérêt public, les émetteurs qui effectuent un placement privé dans le contexte d'un vote contesté doivent être prêts à défendre la légitimité de celui-ci d'un point de vue commercial (la CVMO a de toute évidence conclu que la position d'*Eco Oro* à cet égard était déficiente étant donné entre autres que le placement privé n'apportait pas de nouveaux capitaux ni de report d'échéances, la catégorie de titres d'emprunt convertibles demeurant en cours).
- Les considérations que la CVMO appliquera dans un contexte où l'intérêt public est en jeu seront liées aux faits. Toutefois, des parallèles peuvent être établis avec l'analyse effectuée par la CVMO au moment de l'examen de placements privés réalisés par des émetteurs dans le contexte d'offres publiques d'achat contestées, notamment dans la récente affaire *Hecla Mining Company and Dolly Varden Silver Corporation* ³².
- La CVMO, il est clair, est d'avis qu'elle peut élaborer une mesure de redressement qui, de fait, neutralise les droits de vote et annule une opération. On peut sans doute faire valoir que les faits propres à l'affaire *Eco Oro* présentaient peu d'inconvénients pratiques à l'imposition d'une telle mesure. Il est difficile de prévoir si une telle mesure pourra s'appliquer facilement dans des situations plus complexes ou plus nébuleuses, et à quel moment la CVMO considérerait qu'il est impossible de l'imposer.

→ **Sous la loupe : rémunération des courtiers-démarcheurs dans le cadre des courses aux procurations (ou « achat de votes »)**

L'une des courses aux procurations dont on a le plus entendu parler en 2017 est la campagne menée à bien par PointNorth Capital (« PointNorth ») pour remplacer six des huit administrateurs siégeant au conseil de Liquor Stores N.A. Ltd. (« Liquor Stores »), émetteur inscrit à la cote de la TSX.

Au cours de la campagne, il est devenu évident que la préférence des actionnaires institutionnels allait de manière générale à PointNorth. Toutefois, Liquor Stores comptait parmi ses actionnaires individuels un grand nombre de

La décision *Eco Oro* vient confirmer la tendance observée récemment voulant que la CVMO intervienne dans les courses aux procurations pour préserver le caractère équitable du vote.

04

Activisme actionnarial et courses aux procurations

Les objections à l'arrangement avec les courtiers-démarcheurs ont affaibli le soutien des actionnaires institutionnels au conseil en place, et PointNorth a finalement réussi à gagner six sièges sur huit au conseil.

« propriétaires véritables opposés » que les responsables de la sollicitation de procurations de la société n'étaient pas en mesure d'identifier ou de joindre. Supposément dans le but d'agir au nom de la « démocratie actionnariale », de joindre ces actionnaires et de les convaincre de soutenir la direction, Liquor Stores a retenu les services de Scotia Capitaux Inc. pour former un groupe de démarchage. Conformément aux modalités de l'arrangement, Liquor Stores a convenu de verser aux courtiers membres du groupe de démarchage une rémunération en contrepartie des procurations exercées en faveur des candidats de la direction, sous réserve de l'élection de tous les candidats de la direction.

Le paiement d'une rémunération aux groupes de démarchage uniquement pour les votes en faveur de la direction suscite la controverse dans le contexte des courses aux procurations visant le contrôle d'un conseil. En 2013, l'émetteur canadien Agrium Inc. a mis en place un mécanisme de rémunération semblable pour se défendre contre une course aux procurations lancée par JANA Partners LLC, s'attirant ainsi de vives critiques de la part de ses actionnaires institutionnels et d'organismes de gouvernance, dont la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance.

PointNorth a reproché à Liquor Stores d'avoir formé le groupe de démarchage, accusant les membres du conseil d'avoir posé un « geste de désespoir contraire à l'éthique » pour demeurer en poste et d'utiliser les capitaux de la société pour acheter des votes en vue du renouvellement de leur propre mandat, en violation de leurs obligations fiduciaires. Les agences de conseil en vote Glass Lewis & Co. (« Glass Lewis ») et Institutional Shareholder Services, Inc. (« ISS ») ont chacune pour leur part condamné une telle pratique. Glass Lewis, qui avait auparavant recommandé la réélection du conseil en place, a changé d'avis et recommandé aux actionnaires de s'abstenir de voter à l'égard du président du conseil « afin de marquer leur profond désaccord à l'égard d'un tel comportement ».

PointNorth a demandé à l'Alberta Securities Commission (l'« ASC ») de rendre une ordonnance visant à mettre fin au « mécanisme d'achat de votes » et de réprimander le conseil de Liquor Stores pour l'avoir approuvé. Après une audience, l'ASC a refusé d'intervenir, faisant observer qu'il n'existait aucune règle précise interdisant une telle pratique et concluant que la preuve fournie était insuffisante pour démontrer que cette pratique était « clairement abusive » pour les marchés financiers³³. Même si l'ASC n'a pas donné de suites favorables à la demande de PointNorth, les objections à l'arrangement avec les courtiers-démarcheurs ont, semble-t-il, affaibli davantage le soutien des actionnaires institutionnels au conseil en place, et PointNorth a finalement réussi à gagner les six sièges sur huit au conseil qu'elle cherchait à obtenir par la course aux procurations.

En 2013, nous avons commenté l'utilisation d'un mécanisme d'achat de votes par Agrium dans le cadre de la course aux procurations menée par JANA Partners. À l'époque, nous avons prédit que, malgré la légalité de la pratique, l'opposition des actionnaires institutionnels risquait de conduire à son abandon dans le contexte des courses aux procurations portant sur la composition des conseils. Nous avons vu juste : à notre connaissance, il n'y avait pas eu d'autres cas où cette tactique avait été utilisée depuis le cas d'Agrium avant que Liquor Stores n'y ait recours pendant sa campagne cette année. Nous croyons comprendre que si les autorités de réglementation en valeurs mobilières n'ont pas adopté de règles après la course aux procurations d'Agrium, c'est en partie parce qu'elles s'attendaient à que les conseils n'aient plus recours à cette tactique compte tenu de la réaction négative générale du public et des actionnaires suscitée par le cas d'Agrium. Toutefois, compte tenu du récent recours à cette tactique et du refus de l'ASC d'intervenir au motif de l'intérêt public, les instances pourraient se sentir obligées de se pencher sur cette question. Des cas futurs d'utilisation de mécanismes de rémunération des courtiers-démarcheurs dans le contexte des courses aux procurations pourraient aussi être contestés devant les tribunaux aux termes des dispositions de « recours en cas d'abus » ou devant différentes autorités de réglementation en valeurs mobilières, malgré la décision de l'ASC dans l'affaire Liquor Stores.



Pleins feux : Hunter Harrison, figure iconique du secteur ferroviaire, entre au service de CSX Corporation

Depuis septembre 2015, CSX Corporation (« CSX »), société de transport ferroviaire de premier plan des États-Unis dont les actions sont inscrites à la cote du NASDAQ, centrait ses efforts sur le plan de relève de son chef de la direction, M. Michael Ward. Après le départ inattendu, en septembre 2015, de l'ancien président et chef de l'exploitation de CSX, M. Oscar Munoz, qui était vu comme le prochain chef de la direction, M. Ward a annoncé publiquement son intention de demeurer chef de la direction jusqu'en 2018.

Dans l'intervalle, le 18 janvier 2017, M. E. Hunter Harrison a démissionné de tous les postes qu'il occupait à Chemin de fer Canadien Pacifique Limitée (le « Canadien Pacifique »), y compris celui de chef de la direction, plus de quatre ans après avoir obtenu ce poste dans le cadre de la course aux procurations couronnée de succès de Pershing Square Capital Management. Le Canadien Pacifique a accepté d'assouplir certaines clauses restrictives qui s'appliquaient à M. Harrison, dont ses obligations de non-concurrence, à condition que M. Harrison renonce à la rémunération, aux avantages et aux attributions de titres de capitaux propres qu'il avait acquis et qui totalisaient environ 90 millions de dollars.

La même journée, M. Harrison a conclu un contrat de consultation avec un membre du même groupe que Mantle Ridge LP (« Mantle Ridge »), société d'investissement dirigée par Paul Hilal, ancien spécialiste en placements de Pershing Square qui a joué un rôle déterminant dans la course aux procurations du Canadien Pacifique. Aux termes de ce contrat, entre autres, Mantle Ridge a convenu de verser à M. Harrison la somme de 84 millions de dollars au titre de la rémunération, des avantages et des attributions de titres de capitaux propres acquis auprès du Canadien Pacifique auxquels il avait renoncé, de même qu'une somme majorée supplémentaire au titre de l'impôt pouvant atteindre 23 millions de dollars, selon la position fiscale de M. Harrison (le « coût de libération des obligations »). L'obligation de Mantle Ridge de payer le coût de libération des obligations serait réduite si Mantle Ridge trouvait un emploi approprié à M. Harrison et que le nouvel employeur de ce dernier prenait en charge cette obligation.

Le Canadien Pacifique a publiquement annoncé la démission de M. Harrison et la renonciation limitée à son obligation de non-concurrence. Le même jour, Mantle Ridge a discrètement informé CSX qu'elle était propriétaire d'environ 4,9 % des actions ordinaires de CSX et que M. Harrison aspirait à devenir le prochain chef de la direction de CSX. Le lendemain, le cours de l'action de CSX a augmenté de près de 25 %,

passant de 36,88 dollars à 45,61 dollars, probablement parce que l'on supposait que M. Harrison allait vraisemblablement devenir le prochain chef de la direction de CSX.

Les représentants de Mantle Ridge ont par la suite rencontré l'ensemble des 12 membres du conseil de CSX. Ils ont proposé que M. Harrison devienne chef de la direction pour un mandat de quatre ans. Ils ont également proposé que CSX 1) prenne entièrement en charge le coût de libération des obligations; 2) nomme six nouveaux administrateurs au conseil de CSX, soit M. Hilal, M. Harrison et quatre administrateurs indépendants faisant l'unanimité; et 3) réduise le nombre d'administrateurs pour le ramener de 17 à 14 après l'assemblée générale annuelle des actionnaires 2017 de CSX (l'« AGA »). CSX a refusé de prendre en charge le coût de libération des obligations, mais était disposée 1) à nommer M. Harrison au poste de chef de la direction pour un mandat de deux ans; 2) à nommer à son conseil M. Hilal, M. Harrison et trois administrateurs indépendants faisant l'unanimité, portant ainsi à 17 le nombre de ses administrateurs; et 3) à convaincre quatre administrateurs de CSX de quitter leurs fonctions au cours des trois prochaines années (y compris M. Ward, qui ne serait plus administrateur après la clôture de l'AGA 2017). Ne parvenant pas à une entente, les parties ont continué de négocier.

Le 14 février 2017, CSX a annoncé qu'elle tiendrait une assemblée extraordinaire en mars en vue d'obtenir le point de vue des actionnaires sur les propositions de Mantle Ridge. CSX a qualifié les coûts financiers des propositions de Mantle Ridge relatives à l'emploi de coûts d'une « envergure exceptionnelle » et a dit craindre que Mantle Ridge n'obtienne le contrôle effectif de CSX ³⁴. Mantle Ridge a formulé avec soin une réponse publique dans laquelle elle pressait CSX de s'attaquer aux enjeux plutôt que d'attendre un vote des actionnaires.

En fin de compte, l'assemblée extraordinaire n'a pas été nécessaire. Le 6 mars 2017, CSX et Mantle Ridge sont parvenues à une entente aux termes de laquelle M. Harrison a été nommé chef de la direction de CSX pour un mandat de quatre ans. Cinq nouveaux administrateurs ont été nommés au conseil de CSX avec effet immédiat, soit M. Hilal, M. Harrison et trois nouveaux administrateurs indépendants proposés par Mantle Ridge ³⁵. Trois administrateurs de CSX en poste termineraient leur mandat d'ici la tenue de l'AGA 2017, ce qui réduirait la taille du conseil et le ferait passer de 16 à 13 administrateurs. La dernière question en suspens, à savoir si CSX devrait prendre en charge le coût de libération des obligations, serait soumise au vote consultatif des actionnaires à l'AGA, et le conseil rendrait une décision finale peu après ³⁶. Mantle Ridge et M. Harrison ont convenu chacun pour leur part que si le conseil de CSX décidait de ne pas payer le coût de libération des obligations et que M. Harrison choisissait de demeurer chef de la direction, Mantle Ridge ne serait plus tenue de payer le coût de libération des obligations

 **La réputation étendue de M. Harrison comme figure légendaire du secteur ferroviaire, la stratégie efficace de Mantle Ridge, la vigoureuse campagne de sensibilisation auprès des actionnaires et des médias, l'appui enthousiaste immédiat des marchés boursiers envers M. Harrison et l'interaction consciencieuse du conseil de CSX avec Mantle Ridge ont tous contribué au succès de cette campagne.**

et M. Harrison serait obligé de lui rembourser le montant du coût de libération des obligations qu'elle lui avait versé.

Mantle Ridge a ensuite entrepris une campagne extraordinairement modérée de sollicitation de votes « pour » la résolution consultative des actionnaires. Cette campagne misait sur la certitude que M. Harrison allait démissionner de son poste de chef de la direction si CSX refusait de prendre en charge le coût de libération des obligations et sur les conséquences potentiellement défavorables que la démission de M. Harrison aurait sur le cours des actions ordinaires de CSX. Le conseil de CSX a choisi de rester neutre sur ce sujet et n'a pas fait de recommandation.

La stratégie de Mantle Ridge a porté ses fruits. À l'AGA du 5 juin 2017, 93 % des voix ont été exprimées en faveur du paiement du coût de libération des obligations par CSX. Le conseil de CSX a approuvé les paiements de ce coût 11 jours plus tard. La réputation étendue de M. Harrison comme figure légendaire du secteur ferroviaire, la stratégie efficace de Mantle Ridge, la vigoureuse campagne de sensibilisation auprès des actionnaires et des médias, l'appui enthousiaste immédiat des marchés boursiers envers M. Harrison et l'interaction consciencieuse du conseil de CSX avec Mantle Ridge ont tous contribué au succès de cette campagne.

→ Opposition plus fréquente aux opérations négociées

Le spectre de l'opposition des actionnaires a toujours plané au-dessus des opérations négociées de fusions et acquisitions. Les conseillers juridiques chargés de telles opérations craignent l'opposition potentielle des actionnaires et les risques qu'elle peut poser pour la réalisation de l'opération. Néanmoins, le taux de succès des opérations négociées de fusions et acquisitions a toujours été extrêmement élevé, et les agences de conseil en vote publient rarement des recommandations négatives à leur égard. Cette tendance pourrait être en train de changer.

Au cours des trois dernières années, ISS a fait des recommandations contre un nombre croissant d'opérations non contestées de fusions et acquisitions. Elle s'est prononcée contre 1,4 % des opérations de fusions et acquisitions canadiennes en 2014, 1,6 % en 2015, 3,2 % en 2016 et 4,1 % jusqu'ici en 2017³⁷. Cette tendance à la hausse témoigne de l'examen plus rigoureux qu'ISS fait de telles opérations, en particulier s'il s'agit d'opérations entre apparentés. Les opérations ayant fait l'objet de recommandations négatives de la part d'ISS comprennent le projet d'acquisition de Milestone REIT par Starwood Capital Group, le projet d'acquisition d'INFOR Acquisition Corp. par ECN Capital Corp. et l'acquisition de Tembec Inc. par Rayonier Advance Materials Inc.

Dans son rapport sur l'opération visant Milestone REIT, ISS a souligné que le déroulement de l'opération indiquait qu'on avait accordé la priorité à la rapidité et à la certitude plutôt qu'au prix. ISS a également mentionné l'attention soulevée par les faibles multiples d'opérations et les enjeux de gouvernance découlant d'une surveillance déficiente du marché et de l'absence de mesures incitatives pour la direction. En fin de compte, l'opération visant Milestone REIT a clôturé avec une légère fluctuation à la hausse du prix et des changements apportés aux primes versées aux dirigeants.

L'acquisition par Rayonier Advanced Materials Inc. (« Rayonier ») de la société forestière québécoise Tembec Inc. (« Tembec ») a fait face à une vive opposition de la part des actionnaires. Menés par un actionnaire de longue date, Oaktree Capital Management (« Oaktree »), un certain nombre d'actionnaires se sont fermement opposés à l'offre de 4,05 dollars l'action de Rayonier. Forte de l'appui solide de bon nombre d'actionnaires, Oaktree a critiqué le processus de vente déficient et inopportun ayant mené au projet de vente de Tembec, qu'elle a qualifié de « fragmentaire » et « désordonné », ainsi que l'écart important entre le prix offert par Rayonier et la valeur intrinsèque de Tembec, qui rendait l'opération opportuniste et non équitable pour les actionnaires de Tembec. L'expression réfléchie et rigoureuse de ces préoccupations par Oaktree a incité

Au cours des trois dernières années, ISS a fait des recommandations contre un nombre croissant d'opérations non contestées de fusions et acquisitions.

04

Activisme actionnarial et courses aux procurations

ISS à revenir sur sa recommandation positive antérieure et à recommander plutôt aux actionnaires de voter contre l'opération.

Oaktree s'est dite préoccupée par le fait qu'un actionnaire important de Tembec nommé dans un communiqué de Tembec comme étant en faveur de l'opération ait vendu ses actions à la date de clôture des registres en vue de l'assemblée sans préciser s'il avait toujours l'intention d'exercer les droits de vote rattachés à ses actions. Selon cette pratique couramment appelée « vote vide », l'actionnaire détient et exerce le droit de vote sans avoir d'intérêt financier dans le résultat du vote. L'opération visant Tembec met en lumière à la fois un enjeu de communication et un enjeu d'équité lié à l'exercice d'un vote vide à l'égard d'un bloc important d'actions dans le cadre d'une opération contestée. Après une plainte transmise aux commissions des valeurs mobilières, la question a été résolue grâce à l'assurance donnée publiquement par l'ancien actionnaire qu'il ne voterait pas sur l'opération. Par la suite, pour finalement obtenir l'adhésion des actionnaires et rallier ISS, Rayonier a augmenté sensiblement son prix en offrant 4,75 dollars l'action.

Notre point de vue :

UNE RÉPONSE MINUTIEUSEMENT ORCHESTRÉE

De nos jours, les actionnaires jouent un rôle de plus en plus actif en ce qui touche la stratégie, la gouvernance et les opérations. Qu'il s'agisse d'actionnaires cherchant à obtenir une place à la table du conseil ou exigeant d'être informés des opérations et de la stratégie d'un émetteur, l'activisme actionnarial continue d'être la nouvelle norme et continuera de caractériser les marchés publics canadiens. En tant que responsables en chef des sociétés, les conseils ne peuvent éluder leur responsabilité de décideurs et ont souvent à prendre des décisions difficiles lorsqu'ils sont confrontés à des campagnes discrètes ou publiques menées par des actionnaires engagés. À la base, chaque conseil devrait périodiquement tester la vulnérabilité de la société à l'activisme et prévoir des modes d'interaction avec les actionnaires.

La nouvelle tendance récente selon laquelle les dissidents obtiennent des taux de succès supérieurs dans les courses aux procurations officielles et les leçons tirées des cas *Eco Oro*, *Liquor Stores* et *Tembec* font ressortir l'extrême prudence dont doivent faire preuve les conseils au moment de déterminer la conduite à adopter. Les tactiques défensives dont le bien-fondé paraît douteux, qui compromettent le caractère équitable d'un processus de vote ou qui nuisent aux pouvoirs conférés aux actionnaires sont susceptibles d'être contestées devant les tribunaux ou les autorités de réglementation en valeurs mobilières et d'être mal accueillies par les agences de conseil en vote, les investisseurs institutionnels et les médias. De plus, comme le démontre le cas *Liquor Stores*, même si ces tactiques controversées ou musclées sont « légales », leur utilisation peut occulter des messages clés des émetteurs et devenir un facteur déterminant dans l'issue d'une campagne.

Vous pouvez en apprendre davantage sur ces tendances et d'autres tendances et questions juridiques dans le contexte des courses aux procurations et de l'activisme actionnarial dans le rapport *Activisme actionnarial et courses aux procurations : problématiques et tendances*, publié par Davies en juin 2017 ³⁸.

05

Manque de diversité au sein des sociétés ouvertes canadiennes : principales tendances et mesures à prendre pour diversifier davantage l'équipe dirigeante

Dans le cadre du modèle d'information actuel de type « se conformer ou s'expliquer », les progrès réalisés pour améliorer la diversité hommes-femmes dans les postes de haute direction des sociétés ouvertes canadiennes demeurent lents, du moins lorsqu'on examine la situation à court terme. À mesure que s'accumulent les preuves de la nécessité d'agir à l'égard de cette question, les actionnaires institutionnels importants font des pressions et montrent qu'ils sont disposés à faire connaître leur mécontentement face au manque de diversité au moyen de propositions d'actionnaires ou en votant contre les candidats à un poste d'administrateur. Les projets de modifications législatives pourraient bientôt exiger la présentation d'information sur la diversité autre que la diversité hommes-femmes. Maintenant plus que jamais, les sociétés doivent demeurer à l'avant-garde de ces questions. Nous examinons dans cette rubrique les mesures que peuvent prendre les chefs des affaires juridiques et les comités des candidatures et de la gouvernance des sociétés canadiennes pour continuer de promouvoir la diversité au sein de leurs entreprises.

Depuis l'adoption, en janvier 2015, du régime obligeant les émetteurs canadiens à se conformer ou à s'expliquer sur la diversité hommes-femmes au sein de leur conseil et de leur haute direction, la représentation féminine au sein des sociétés canadiennes n'a guère évolué. La question de la diversité demeure dans une impasse tandis que les femmes continuent d'être considérablement sous-représentées par rapport à leurs homologues masculins. Cette situation existe en dépit de l'omniprésence dans les médias de rapports citant des organismes de surveillance de la gouvernance, des groupes de réflexion, des organismes de réglementation et des gouvernements exhortant les dirigeants d'entreprises au Canada, aux États-Unis et partout dans le monde à agir, ce qui laisse entendre que la diversité demeure l'une des principales préoccupations en matière de gouvernance et qu'elle peut améliorer la performance de l'entreprise à divers égards. Nous observons également une augmentation du nombre d'investisseurs qui s'intéressent à la question de la diversité et qui osent de plus en plus s'exprimer à ce sujet auprès des sociétés dans lesquelles ils investissent. Comme il ne fait nul doute que la représentation féminine demeure au cœur des préoccupations, les sociétés canadiennes doivent continuer de prendre des mesures concrètes compte tenu des pressions accrues des actionnaires et des organismes de réglementation.

Faits nouveaux et tendances en matière de diversité hommes-femmes

Nous suivons de près l'évolution des obligations d'information selon l'approche « se conformer ou s'expliquer » prévues par le Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance (le « Règlement 58-101 ») de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO ») depuis qu'elles ont été mises en œuvre. Nos versions précédentes du Rapport de Davies sur la gouvernance³⁹ contiennent des analyses complètes sur les progrès réalisés par les émetteurs dans l'amélioration des paramètres en matière de diversité. Ces quatre dernières années, notre message est demeuré le même : les progrès sont très lents, et les améliorations notables nécessaires pour atteindre la parité entre les hommes et les femmes font toujours défaut.

Lorsque l'on examine les données année après année, nous constatons que l'accroissement de la représentation féminine, bien que réel, est faible. Au rythme actuel, alors que les femmes n'occupaient que 19,2 % des sièges au conseil d'émetteurs de l'indice composé S&P/TSX et de l'indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX pendant la période de sollicitation de procurations de 2017 (17,7 % en 2016), il faudrait encore 20 ans avant d'atteindre la parité entre les hommes et les femmes chez les administrateurs d'émetteurs canadiens. À peine plus de la moitié des émetteurs canadiens compris dans l'échantillonnage de notre étude s'étaient dotés d'une politique écrite sur la représentation

 **Au rythme actuel, il faudra encore 20 ans avant d'atteindre la parité entre les hommes et les femmes chez les administrateurs d'émetteurs canadiens.**

05

Manque de diversité au sein des sociétés ouvertes canadiennes : principales tendances et mesures à prendre pour diversifier davantage l'équipe dirigeante

féminine et, dans l'ensemble, peu avaient fixé des cibles, bien que près de la moitié des émetteurs de l'indice S&P/TSX 60 aient à l'heure actuelle de telles cibles. Constat décevant, l'année dernière a été marquée par une légère diminution en pourcentage du nombre de présidentes de conseil par rapport à 2016, par la stagnation du nombre d'administratrices principales et par une baisse du nombre de femmes à la tête des comités d'audit, de la rémunération et de la gouvernance et des candidatures des émetteurs de l'indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX. Non seulement les femmes sont-elles moins nombreuses que les hommes à occuper des postes de direction au sein des conseils, mais elles continuent à être nommées à plusieurs conseils plus fréquemment que les hommes, c'est-à-dire que les femmes nommées aux conseils semblent plus souvent provenir du même bassin de femmes occupant déjà un poste d'administrateur que ce n'est le cas chez les hommes⁴⁰. Les données comparatives choisies présentées dans le tableau 5-1 pour la période de sollicitation de procurations de 2017 démontrent les progrès effectués depuis les quatre dernières années.

TABLEAU 5-1 : PROGRÈS EN MATIÈRE DE DIVERSITÉ AU COURS DES QUATRE DERNIÈRES ANNÉES

Progrès/paramètres en matière de diversité	2014	2015	2016	2017
Sièges au conseil d'émetteurs de l'indice composé et de l'indice des titres à petite capitalisation occupés par des femmes	12,3 %	15,1 %	17,7 %	19,2 %
Sièges au conseil d'émetteurs de l'indice S&P/TSX 60 occupés par des femmes	20,1 %	23,1 %	24,6 %	26,3 %
Émetteurs de l'indice composé et de l'indice des titres à petite capitalisation ayant des politiques écrites sur la représentation féminine	8,6 %	37,1 %	48,0 %	51,3 %
Émetteurs de l'indice composé et de l'indice des titres à petite capitalisation dont le président du conseil est une femme	3,2 %	3,8 %	4,4 %	4,28 %
Émetteurs de l'indice composé et de l'indice des titres à petite capitalisation ayant fixé des cibles	3,2 %	11,1 %	16,1 %	18,7 %
Émetteurs de l'indice S&P/TSX 60 ayant fixé des cibles	10,0 %	28,3 %	35,0 %	46,7 %
Femmes nouvellement élues au conseil d'émetteurs de l'indice composé et de l'indice des titres à petite capitalisation	–†	26,2 %	24,8 %	24,1 %

† Note : Les données pour la période de sollicitation de procurations de 2014 ne sont pas disponibles.

Dans leur plus récent examen (septembre 2016) de la conformité des émetteurs avec l'obligation d'information selon l'approche « se conformer ou s'expliquer », les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») ont conclu que la taille et le secteur d'activités des émetteurs étaient les indicateurs les plus significatifs de l'adoption (ou non) de mesures visant à accroître la représentation féminine au conseil ou à la haute direction ⁴¹. À l'instar des années précédentes, les secteurs des services publics et du commerce de détail comptent le plus grand nombre de femmes au conseil, tandis que les secteurs des mines, du pétrole et du gaz et de la technologie ont encore à l'heure actuelle la plus grande proportion d'émetteurs dont le conseil ne compte aucune femme. Bien que nous constatons une légère hausse du nombre d'émetteurs ayant présenté au moins une ou deux candidates à l'élection au conseil d'émetteurs de l'indice composé S&P/TSX et de l'indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX ainsi qu'une légère diminution du nombre de ces émetteurs qui n'ont présenté aucune candidate à un poste d'administrateur en 2017, les progrès, une fois de plus, sont très lents.

TABLEAU 5-2 : ÉMETTEURS QUI PRÉSENTENT UNE OU DEUX CANDIDATES À UN POSTE D'ADMINISTRATRICE OU QUI NE PRÉSENTENT AUCUNE CANDIDATE À UN TEL POSTE

Progrès/paramètres en matière de diversité	2015	2016	2017
Émetteurs de l'indice composé et de l'indice des titres à petite capitalisation qui présentent au moins une candidate à l'élection au conseil	68,1 %	76,6 %	80,2 %
Émetteurs de l'indice composé et de l'indice des titres à petite capitalisation qui présentent au moins deux candidates à l'élection au conseil	37,1 %	44,4 %	47,6 %
Émetteurs de l'indice composé et de l'indice des titres à petite capitalisation qui ne présentent aucune candidate à l'élection au conseil	31,9 %	23,4 %	20,0 %

Si nous n'avons observé aucune augmentation importante du nombre de femmes siégeant au conseil, occupant le poste de présidente du conseil ou de comités ou encore un poste de haute direction depuis le resserrement des obligations d'information en 2015, c'est qu'il existe des motifs légitimes pouvant

05

Manque de diversité au sein des sociétés ouvertes canadiennes : principales tendances et mesures à prendre pour diversifier davantage l'équipe dirigeante

L'exemple Google

Le congédiement controversé de l'ingénieur en logiciel James Damore par Google illustre les attitudes opposées qui existent à l'heure actuelle à l'égard de la diversité. M. Damore a écrit et diffusé une note de service dans laquelle il affirme que des différences biologiques entre les hommes et les femmes expliquent pourquoi il n'y a pas de représentation égale hommes-femmes parmi les travailleurs du secteur des technologies. La note de service a donné lieu à un vaste débat public sur le bien-fondé du point de vue de l'auteur, sur l'impact de la culture d'entreprise et des pratiques de travail ainsi que sur la nécessité d'un dialogue ouvert sur les politiques en matière de représentation féminine. Chose peut-être plus importante encore, la note de service a attiré l'attention sur l'écart manifeste entre l'engagement officiel des sociétés à favoriser la diversité et les impacts réels de cet engagement.

Malgré l'argumentaire solide en faveur de la diversité, la question ne fait pas consensus, tant au sein du public que parmi les sociétés ouvertes. Des entreprises comme Google et de nombreux autres émetteurs assujettis font des investissements importants pour promouvoir la diversité et l'inclusion qui souvent ne parviennent pas à produire les résultats escomptés.⁴² En particulier, des études laissent entendre que peu de progrès notables ont été accomplis dans le secteur des technologies. Aux États-Unis comme au Canada, la représentation moyenne en pourcentage des femmes travaillant dans le secteur des technologies a toujours oscillé autour de 20 % à 30 %⁴³.

Il est difficile de déterminer si les propos de M. Damore dans sa note de service font figure d'exception ou s'ils font plutôt état d'opinions partagées par un grand nombre; les conseils doivent donc s'attendre à ce que le débat sur les politiques en matière de représentation féminine des sociétés se poursuive. Les conseils devraient être disposés à défendre la diversité, à poursuivre le dialogue à l'interne sur cette question et à analyser de manière critique les initiatives axées sur la diversité au sein de la société afin de s'assurer qu'elles produisent des résultats concrets.

justifier la lenteur d'une telle progression. Les postes d'administrateur et de membre de la haute direction sont, nécessairement, des postes qui n'affichent pas un taux de rotation élevé. Les données disponibles pour la période de sollicitation de procurations de 2017 montrent que, parmi les émetteurs de l'indice composé S&P/TSX et de l'indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX, la durée moyenne du mandat d'un administrateur est de 13,6 ans (les valeurs médiane et modale étant de 15 ans) et que l'âge moyen de la retraite est d'environ 73 ans (les valeurs médiane et modale étant de 75 ans). En outre, des 3 272 sièges vacants au conseil des émetteurs de ces indices en 2017 et en 2016, seulement environ 9 % chaque année ont été occupés par des administrateurs dont il s'agissait du premier mandat à un tel poste.

Comme nous l'avons expliqué dans nos rapports précédents dans le contexte des débats sur l'opportunité pour les émetteurs d'adopter des politiques sur la durée maximale des mandats ou la retraite, même si les conseils peuvent bénéficier des points de vue nouveaux et diversifiés qu'entraîne le renouvellement de leurs membres, ils comptent sur la fidélité de ceux-ci et maintiennent en poste des administrateurs siégeant au conseil depuis plusieurs années qui connaissent bien les activités de la société, le secteur d'activité, les parties prenantes, les occasions à saisir et les défis à relever. Le départ d'administrateurs chevronnés et compétents, surtout en période de turbulence des marchés de capitaux et du crédit, des marchés boursiers et des marchés des matières premières comme celle des dernières années, peut avoir des conséquences défavorables sur les sociétés. Il ne faut donc pas s'étonner que l'obligation d'information selon l'approche « se conformer ou s'expliquer » n'ait pas encore donné lieu à une avancée considérable vers la parité entre les hommes et les femmes, surtout que la diversité n'est qu'un critère parmi plusieurs autres dont les conseils doivent tenir compte lorsqu'ils recrutent et nomment des administrateurs. Lorsque l'objectif consiste à améliorer la diversité hommes-femmes tout en optimisant l'efficacité du processus décisionnel et en veillant à la réalisation des stratégies et des plans de la société, il faut prévoir du temps. Il est peu probable que les émetteurs augmentent la taille de leur conseil uniquement pour en améliorer la représentation féminine, ou qu'ils laissent partir des administrateurs précieux et hautement compétents au nom de la diversité. En revanche, il est raisonnable que la candidature de femmes et d'autres personnes représentant la diversité soit étudiée au moment où le besoin de renouveler le conseil se fait sentir. De la même manière, pour ce qui est des postes de haute direction, de nombreux émetteurs travaillent activement à promouvoir la diversité et l'inclusion par la

modification de leurs politiques d'équité en matière d'emploi, l'amélioration de leurs programmes de recrutement et de mentorat, la mise en œuvre de formations et d'activités de sensibilisation sur la diversité et l'inclusion et la mise en œuvre d'autres processus visant, au fil de temps, à sensibiliser les employés, à créer une culture d'inclusion et à attirer et à promouvoir des candidats plus diversifiés : des processus qui mettent du temps à produire des résultats concrets.

Selon nous, s'il est important de continuer à surveiller chaque année les progrès en matière de diversité au sein du conseil et de la haute direction, il faut garder à l'esprit que les variations en pourcentage annuelles ne révèlent pas tout, et qu'une perspective à plus long terme est nécessaire. Les émetteurs doivent continuer à prendre des moyens concrets afin de favoriser la diversité au sein de leur équipe dirigeante et, de manière plus générale, à l'échelle de leur entreprise; il est cependant trop tôt pour conclure que l'approche « se conformer ou s'expliquer » au Canada ne fonctionne pas ou que les émetteurs canadiens n'apportent pas de modifications importantes à leurs pratiques. Un réexamen de la représentation féminine au conseil, à des fonctions dirigeantes au sein du conseil et à des postes de haute direction dans cinq ans devrait nous fournir un aperçu de la situation plus juste et plus utile.

→ Une plus grande interaction avec les investisseurs

Nous observons par ailleurs un accroissement continu de la demande d'une représentation accrue des femmes au conseil de la part d'importants actionnaires institutionnels. En 2017 uniquement, la Shareholder Association for Research and Education (« SHARE »), association établie à Vancouver qui travaille pour le compte d'investisseurs à la recherche d'améliorations en matière de gouvernance, a parrainé des propositions relatives à la diversité présentées à quatre sociétés canadiennes : Canfor Corp.; Constellation Software Inc.; Restaurant Brands International Inc. (« RBI »), société mère de Tim Hortons et de Burger King; et Morguard Corporation. Aucune de ces propositions n'a obtenu l'approbation de la majorité des actionnaires, mais elles ont tout de même incité les sociétés visées à prendre des mesures. Bien que la proposition d'actionnaire présentée à Canfor Corp. n'ait récolté l'appui que de 32 % des actionnaires, la société s'est engagée à élaborer une politique sur la représentation féminine d'ici la fin de l'année. De la même manière, Constellation Software Inc. s'est engagée à gérer la question de la diversité au sein du conseil d'une manière « concrète » après que ses actionnaires se sont exprimés à 42 % en faveur de la proposition présentée. Bien que les actionnaires aient rejeté la proposition présentée à RBI à l'assemblée générale annuelle de la société, le conseil a convenu de modifier son processus de présentation de candidatures aux postes d'administrateur afin de prendre en considération des candidats plus diversifiés. Enfin, la proposition présentée à

Progrès réalisés grâce à l'intervention des investisseurs institutionnels

En mars 2017, State Street Global Advisors, un des plus grands gestionnaires ayant recours à une approche passive au monde, a publié de nouvelles lignes directrices sur la diversité hommes-femmes destinées à plus de 3 500 sociétés dans lesquelles elle investit partout aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Australie. Ces lignes directrices ont pour objectif d'accroître le nombre de femmes qui siègent au conseil⁴⁴. State Street Global Advisors a annoncé que, en tant qu'investisseur institutionnel, elle allait voter contre les conseils d'administration de sociétés qui n'auront pas réalisé de progrès suffisants quant au nombre de femmes dans leurs rangs au cours de l'an prochain. D'autres investisseurs institutionnels, notamment BlackRock Advisors et Vanguard Group, ont déclaré qu'ils préféreraient « intervenir auprès des sociétés en privé » plutôt que de voter pour ou contre une proposition d'actionnaire, bien que, en 2017, ils aient voté contre des administrateurs dans certaines sociétés qui accusaient un retard en matière de diversité⁴⁵. D'autres investisseurs encore écrivent des lettres aux sociétés dans lesquelles ils investissent afin de leur demander de prendre des mesures à cet égard.

05

Manque de diversité au sein des sociétés ouvertes canadiennes : principales tendances et mesures à prendre pour diversifier davantage l'équipe dirigeante

Si les sociétés ne prennent pas de mesures concrètes pour améliorer la diversité, les investisseurs sont prêts à exprimer leur mécontentement en présentant des propositions d'actionnaires ou en votant contre les administrateurs.

Morguard Corporation a ultérieurement été retirée lorsque la société a annoncé qu'une politique officielle sur la représentation féminine allait être rédigée à temps pour être incluse dans la circulaire de sollicitation de procurations de l'an prochain, et qu'une femme sera présentée comme candidate à un poste d'administrateur.

La proposition d'actionnaire sur la diversité n'est que l'un des moyens dont disposent les investisseurs pour faire passer un message aux émetteurs; SHARE a indiqué qu'elle considère la présentation de telles propositions comme une mesure de dernier recours. Cela dit, un nombre croissant de propositions d'actionnaires axées sur la diversité du conseil sont présentées tant au Canada qu'aux États-Unis, et certaines données américaines suggèrent qu'elles sont de plus en plus couronnées de succès. Il est important de noter que, même lorsqu'elles échouent ou sont retirées, ces propositions et l'interaction qui les accompagne semblent inciter bon nombre des sociétés visées à prendre des mesures. En étant à l'écoute des investisseurs et en anticipant la question, les sociétés peuvent devancer les propositions d'actionnaires; peut-être plus important encore, le fait de prendre des mesures afin d'améliorer la diversité peut également améliorer la performance de l'entreprise.

Selon certains, à mesure que les preuves s'accumuleront à l'appui d'une représentation accrue des femmes au conseil, les investisseurs, y compris les importants gestionnaires de fonds, s'intéresseront de plus en plus à la question et chercheront davantage à faire entendre leur voix. Ils choisiront généralement d'intervenir auprès des sociétés dans lesquelles ils investissent; toutefois, dans le cas où celles-ci ne prendraient pas de mesures concrètes pour améliorer la diversité, les investisseurs sont également prêts à exprimer leur mécontentement en votant contre les administrateurs.

→ Faits nouveaux sur le plan législatif au Canada : vers une obligation d'information sur la diversité aux termes de la LCSA et de la LSAO

En 2016, le gouvernement fédéral a publié des propositions de modification de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (la « LCSA ») et de son règlement d'application qui obligerait les sociétés ouvertes à fournir annuellement de l'information sur la diversité hommes-femmes conformément à l'approche « se conformer ou s'expliquer » aux termes du Règlement 58-101. Toutefois, ces modifications vont un peu plus loin que les dispositions du Règlement 58-101 en imposant également l'obligation de présenter de l'information sur la diversité *autre que le genre* chez les administrateurs et les membres de la haute direction.

Aux termes du projet de règlements relatifs à la LCSA, les sociétés ouvertes de régime fédéral seraient tenues d'indiquer si elles ont adopté une politique écrite sur la « diversité autre que le genre » dans les conseils et les postes de haute direction et, le cas échéant, d'inclure un sommaire des objectifs et des dispositions d'une telle politique. Si aucune politique de ce genre n'a été adoptée, la société doit en indiquer les motifs. Au printemps 2017, le gouvernement de l'Ontario a proposé des modifications similaires à la *Loi sur les sociétés par actions* (Ontario) (la « LSAO »). Bien que le projet de modification du règlement d'application de la LSAO n'ait pas encore été publié, il est raisonnable de s'attendre à ce qu'il soit conforme au projet de modification de la LCSA, s'il est mis en œuvre.

Il ne fait nul doute que les organismes de réglementation canadiens travaillent à resserrer la réglementation et, si l'on en juge par les projets de modification de la LCSA et de la LSAO, il est peu probable que l'intérêt pour la diversité se limite à la diversité hommes-femmes; les questions de l'âge, de l'orientation sexuelle, de la race, de l'origine ethnique, du handicap, de l'origine géographique et du champ de compétences deviendront également des priorités. En outre, si les tendances actuelles se poursuivent, les émetteurs canadiens pourraient être confrontés à des exigences plus strictes, y compris des cibles ou même des quotas relatifs à l'atteinte d'objectifs en matière de diversité hommes-femmes, comme l'a annoncé le gouvernement de l'Ontario en 2016.

→ **Faits nouveaux à la SEC : Peut-on s'attendre à des réformes en matière d'information à fournir sur la diversité?**

Aux États-Unis, l'orientation donnée aux initiatives en matière de diversité hommes-femmes est quelque peu en évolution en raison des changements intervenus à la direction de la Securities and Exchange Commission (la « SEC »). Avant de démissionner au début de 2017, la présidente de la SEC, Mary Jo White, a annoncé que le personnel de la SEC préparait une recommandation visant l'obligation de présenter de l'information « plus significative » sur la diversité des membres du conseil et des candidats à un poste d'administrateur. À la suite de cette recommandation, en février 2017, l'Advisory Committee on Small and Emerging Companies (l'« Advisory Committee ») a recommandé à la SEC de modifier la réglementation actuelle afin de prévoir l'obligation, pour les petites sociétés fermées émergentes et les sociétés ouvertes ayant une capitalisation boursière de moins de 250 millions de dollars américains, d'indiquer non seulement si elles sont dotées d'une politique sur la diversité, mais également dans quelle mesure leur conseil est diversifié⁴⁶. La recommandation de l'Advisory Committee va au-delà de la diversité hommes-femmes et prévoit l'obligation d'indiquer, pour chaque membre du conseil ou candidat à un poste d'administrateur, la race et l'origine ethnique auxquelles ces personnes s'identifient.

On ne connaît pas avec certitude l'incidence qu'aura le changement de direction à la SEC sur les initiatives en matière de diversité des conseils. Le président actuel de la SEC, Jay Clayton, a pour sa part indiqué que « les pratiques d'information évoluent » et qu'il allait « surveiller cette question »⁴⁷.

Trois principales mesures à prendre pour améliorer la diversité

Quelles mesures peuvent prendre les chefs des affaires juridiques et les comités des candidatures et de la gouvernance des sociétés canadiennes pour demeurer à l'avant-garde de cette question et faire la promotion de la diversité au sein de leur société? Voici, selon nous, les trois principales mesures que les émetteurs devraient prendre ou, à tout le moins, dont ils devraient discuter ou qu'ils devraient évaluer au cours de la prochaine année.

1 Adopter une politique écrite sur la représentation féminine au conseil; si une telle politique a déjà été adoptée, établir des objectifs quantifiables pour favoriser la diversité.

- Prendre un engagement ainsi que des moyens concrets pour le réaliser.
- Examiner de manière continue les progrès réalisés vers l'atteinte des objectifs et adapter constamment le cadre aux besoins de l'émetteur.
- Envisager l'établissement de cibles. Les cibles peuvent se révéler utiles dans la détermination de la composition du conseil et de la haute direction, ainsi qu'aux fins des indicateurs de performance clés pour les unités d'exploitation clés.

2 Établir une grille de compétences et des mécanismes rigoureux d'évaluation du conseil.

- Élaborer une grille d'aptitudes ou de compétences pour définir celles qui sont nécessaires à une bonne gestion.
- Aller au-delà de la diversité hommes-femmes et prendre en considération d'autres éléments de diversité pertinents pour votre société.
- Prendre en compte les autres compétences susceptibles d'être utiles à votre société et de favoriser la diversité des candidats.

3 Établir de nouveaux principes applicables au processus décisionnel et faire en sorte que la direction donne le ton.

- S'engager à présenter des femmes sur chaque liste de candidats et retenir les services d'agences de recrutement pour trouver des candidates.
- S'assurer que les dirigeants d'entreprise, et pas seulement le service des ressources humaines, s'engagent à mettre en œuvre des initiatives en matière de diversité et à les superviser.
- Repérer les préjugés inhérents à vos programmes d'embauche, de promotion, de mentorat et de formation ainsi qu'à vos politiques organisationnelles et à vos pratiques de gouvernance.
- Regarder au-delà des bassins actuels d'administrateurs ou de membres de la haute direction et élargir ces bassins.

06

Levée de boucliers des investisseurs face aux PAPE de sociétés à deux catégories d'actions



De nombreuses sociétés canadiennes et américaines qui ont réalisé leur PAPE récemment étaient dotées de diverses formes de structures à deux catégories d'actions permettant aux fondateurs, aux membres de la haute direction et aux premiers investisseurs d'accéder aux marchés boursiers tout en conservant le contrôle des sociétés. Préoccupés par les défis en matière de gouvernance que posent ces structures, les détracteurs continuent d'en contester la pertinence. De leur côté, les organismes de réglementation canadiens et américains maintiennent une approche passive à cet égard et préfèrent s'en remettre à la communication d'information et à la discipline du marché pour gérer ces problèmes de gouvernance. Dans cette rubrique, nous examinons les faits nouveaux dans ce domaine et proposons des lignes directrices en matière de gouvernance aux sociétés qui envisagent de s'inscrire en bourse en se dotant d'une structure à deux catégories d'actions ou qui souhaitent conserver une telle structure.

Au Canada et aux États-Unis, le débat sur les structures à deux catégories d'actions s'est récemment intensifié, largement alimenté par une vague de premiers appels publics à l'épargne (individuellement, un « PAPE ») de sociétés adoptant de telles structures. Au Canada, des sociétés comme Freshii Inc., Aritzia Inc., Shopify Inc. et Canada Goose Holdings Inc. se sont toutes inscrites en bourse au cours des dernières années avec une structure du capital similaire : des actions à droit de vote subalterne de catégorie A conférant une voix par action étaient vendues au public, tandis que des initiés, comme les fondateurs, les membres de la haute direction ou les premiers investisseurs, qui désiraient conserver le contrôle des sociétés, mais accéder néanmoins aux marchés boursiers, conservaient des actions à droit de vote multiple de catégorie B conférant 10 voix par action. Aux États-Unis, on retrouvait également des structures à deux catégories d'actions dans plusieurs PAPE importants, le plus récent, celui de Snap Inc., ayant relancé le débat sur la pertinence de ces structures.

Les structures à deux catégories d'actions sont souvent vantées comme des mesures de protection contre le court-termisme.

→ « Pour » ou « contre » les structures à deux catégories d'actions : prévention du court-termisme ou échec de gouvernance?

Les structures à deux catégories d'actions rendent l'introduction en bourse beaucoup plus attrayante pour les entrepreneurs, car elles leur évitent de perdre le contrôle de leur stratégie à long terme. Ces structures peuvent protéger contre le court-termisme, la direction n'ayant pas à consacrer temps et efforts exagérés à répondre à des attentes trimestrielles. D'aucuns estiment par ailleurs qu'elles forcent les investisseurs à porter leur attention sur d'autres données de performance que le seul cours de l'action. La double catégorie d'actions et les structures à deux catégories d'actions atténuent également la vulnérabilité des sociétés aux offres publiques d'achat hostiles et à l'opportunisme que l'on attribue parfois aux investisseurs activistes perçus comme avides de gains à court terme sur les actions.

Ces structures ne sont pas un phénomène nouveau sur les marchés financiers canadiens ou américains. Des sociétés de premier ordre qui composent l'indice S&P/TSX 60, notamment Fairfax Financial Holdings Limited, Onex Corporation et Rogers Communications Inc., sont dotées de structures similaires, avec un ratio des droits de vote variant d'environ 1:50 à 1:625. Aux États-Unis, plusieurs sociétés du domaine des technologies, des médias, des services financiers et des transports comportent des structures à deux catégories, notamment Berkshire Hathaway Inc., Coca-Cola Bottling Co., Nike, Inc., CBS Corporation et Swift Transportation Company. Par ailleurs, on compte de nombreux cas de sociétés ouvertes ayant prospéré grâce à une structure à deux catégories d'actions, surpassant de loin les sociétés dotées d'une seule catégorie d'actions ⁴⁸.

06

Levée de boucliers
des investisseurs
face aux PAPE
de sociétés à
deux catégories
d'actions

Malgré les avantages qu'offrent ces structures, leurs détracteurs dénoncent les enjeux en matière de gouvernance qu'elles peuvent perpétuer : l'enrichissement personnel, le népotisme et l'inamovibilité de la direction. Pour certains, particulièrement les investisseurs institutionnels et certains universitaires, les structures à deux catégories présentent de graves défaillances sur le plan de la gouvernance. Bombardier Inc., émetteur inscrit à la cote de la Bourse de Toronto qui a fait l'objet de vives critiques à l'égard de sa direction, de sa performance, de ses activités et de la rémunération de ses membres de la haute direction, en est un bon exemple. Dans la plupart des sociétés à une catégorie d'actions, une désapprobation générale comme celle à laquelle Bombardier a fait face concernant sa direction, ses pratiques de gouvernance et sa performance entraînerait l'activisme d'actionnaires souhaitant remettre le conseil et la direction à leur place. Cependant, dans le cas de Bombardier, les actionnaires publics ne détiennent que des actions subalternes conférant chacune un droit de vote et la famille Beaudoin-Bombardier détient des actions à droit de vote multiple conférant 10 droits de vote par action. La famille contrôle ainsi 54 % du total des droits de vote, ce qui signifie qu'elle impose presque toutes les grandes décisions d'entreprise, notamment les candidats élus au conseil. À la dernière assemblée générale annuelle de la société tenue en mai 2017, M. Pierre Beaudoin a été réélu au poste de président du conseil non membre de la haute direction, et un programme de rémunération pour l'équipe de la haute direction augmentant les salaires et les primes d'environ 50 % a été approuvé.

➔ Approche passive des organismes de réglementation canadiens et américains malgré les appels à l'action formulés par les investisseurs

Les détracteurs dénoncent les enjeux en matière de gouvernance que peuvent perpétuer les structures à deux catégories d'actions : l'enrichissement personnel, le népotisme et l'inamovibilité de la direction.

À ce jour, les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières adoptent une approche passive. Ils préfèrent s'en remettre à la communication d'information par les sociétés sur leur structure du capital et à la discipline du marché pour régler les problèmes de gouvernance associés aux structures à deux catégories d'actions, puisque les investisseurs choisissent d'investir ou non dans une société en particulier.

De même, mis à part l'obligation d'égalité de traitement imposée par la Bourse de Toronto (la « TSX ») (qui donne effectivement le droit aux porteurs d'actions à droit de vote subalterne de participer à une offre publique d'achat visant les actions à droit de vote multiple) dans les années 1980, la TSX a également décidé de s'abstenir d'imposer des restrictions ou des obligations à l'égard des structures à deux catégories d'actions. Par conséquent, les investisseurs institutionnels canadiens sont intervenus dans le débat. L'Office d'investissement du régime de pensions du Canada (le « RPC ») et le Régime de retraite des

enseignantes et des enseignants de l'Ontario (« Teachers ») ont tous deux officiellement déclaré qu'ils appuyaient le principe d'une voix par action. Le RPC a clairement indiqué qu'il n'appuyait pas les structures à deux catégories d'actions et qu'il favorisait le principe d'une voix par action⁴⁹. Il estime que les structures à deux catégories d'actions sont contraires à la bonne gouvernance et recommande aux sociétés actuellement dotées de telles structures de veiller à ce que tous les actionnaires puissent se retirer selon les mêmes conditions advenant une opération de changement de contrôle⁵⁰. Il recommande également à ces sociétés d'éliminer ces structures selon des modalités qui sont dans l'intérêt à long terme de la société⁵¹.

En 2013, la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance (la « CCGG ») a publié une liste de pratiques et de principes exemplaires visant les sociétés existantes, tout autant que les sociétés nouvellement constituées, disposant de structures à deux catégories d'actions. Aujourd'hui, de nombreux investisseurs appuient une bonne partie des conseils de la CCGG, notamment les suivants⁵² :

- Les émetteurs assujettis ne devraient pas émettre d'actions ordinaires sans droit de vote, et le ratio du nombre de voix rattachées aux actions à droit de vote multiple par rapport au nombre de voix rattachées aux actions à droit de vote subalterne ne devrait pas dépasser 4:1.
- Les structures à deux catégories d'actions devraient être éliminées lorsque le conseil le juge opportun et, si possible, le moment ou l'événement déclencheur de l'élimination devraient être prévus dans les statuts de la société.
- À l'élimination de la structure à deux catégories d'actions, aucune prime ne devrait être versée aux porteurs d'actions à droit de vote multiple.
- Les porteurs d'actions à droit de vote multiple ne devraient pas avoir le droit de proposer une liste de candidats pour tous les postes d'administrateur. Les porteurs d'actions à droit de vote subalterne devraient avoir voix au chapitre.
- Le porteur d'une action à droit de vote multiple ne devrait pas avoir le droit de conclure une opération sur dérivé en vue de monétiser l'action à droit de vote supérieur.
- Les émetteurs assujettis dotés d'une structure à deux catégories d'actions (qu'ils soient inscrits en bourse ou non) devraient disposer de clauses d'égalité de traitement pour garantir le traitement équitable des porteurs de toutes les actions ordinaires au moment d'un changement de contrôle de la société.

Aux États-Unis, le Council of Institutional Investors (le « CII ») a adopté une politique similaire⁵³, indiquant qu'il appuyait le principe d'une voix par action et s'attendait à ce que les sociétés ayant déjà adopté des structures à deux catégories d'actions les éliminent progressivement au moyen de clauses de

06

Levée de boucliers
des investisseurs
face aux PAPE
de sociétés à
deux catégories
d'actions

Le PAPE de SNAP en mars 2017 a testé les limites de la tolérance du marché américain à l'égard des structures à deux catégories d'actions.

limitation dans le temps. Bien que les structures à deux catégories d'actions soient moins courantes aux États-Unis qu'au Canada, elles ont occupé une place importante dans plusieurs PAPE, comme ceux de Facebook, Inc. et d'Alphabet Inc. (anciennement Google). Le PAPE de Snap Inc. (« SNAP »), réalisé en mars 2017, a testé les limites de la tolérance du marché américain à l'égard des structures à deux catégories d'actions. À la réunion d'un comité consultatif d'investisseurs de la Securities and Exchange Commission (la « SEC ») tenue en mars (seulement quelques jours après le PAPE de SNAP) pour discuter de la structure à deux catégories d'actions, des représentants du CII et plusieurs investisseurs institutionnels (notamment State Street Global Advisors et CalSTRS), qui demeurent fortement opposés à ces structures de capital, ont demandé à la SEC d'empêcher les sociétés de limiter les droits de vote des actionnaires. Bien que, de l'avis de plusieurs, une intervention réglementaire américaine par la SEC ne soit pas imminente, il est manifeste que le PAPE de SNAP a alimenté l'opposition de bon nombre d'investisseurs institutionnels à l'égard de cette question.

Le PAPE de SNAP était sans précédent en raison du placement par la société d'actions ordinaires entièrement dépourvues de droits de vote. Il a permis d'amasser plus de 3,4 milliards de dollars américains, et le cours des actions a bondi de plus de 44 % le premier jour de négociation. Bien que le public désirait manifestement être propriétaire d'une part de la « licorne », bon nombre de grands investisseurs institutionnels ont exprimé de grandes inquiétudes concernant le fait que seules des actions sans droit de vote étaient placées auprès du public. Plus particulièrement, dans une lettre adressée aux membres de la haute direction de SNAP, le CII exhortait la société à adopter une structure à une catégorie d'actions pour ne pas museler les actionnaires externes⁵⁴. Réticente, SNAP est plutôt allée de l'avant avec son projet de structure à catégories multiples d'actions faisant l'objet du plus grand PAPE du secteur technologique depuis l'introduction en bourse d'Alibaba en 2014. Par la suite, le CII a demandé aux principaux fournisseurs d'indices d'exclure de leurs indices SNAP et les autres sociétés qui émettront à l'avenir des actions sans droit de vote. En août 2017, les indices S&P Dow Jones ont répondu en indiquant qu'ils excluraient de l'indice composé S&P 1500/S&P 500 les sociétés dont les actions émises dans le public représentent moins de 5 % de l'ensemble des actions à droit de vote (bien qu'ils aient accordé des droits acquis à certaines grandes sociétés à deux catégories d'actions, telles qu'Alphabet, Facebook et Berkshire Hathaway).

Avant la réalisation du PAPE de SNAP, soit en janvier 2017, l'Investor Stewardship Group (« ISG »), collectif d'investisseurs institutionnels et de gestionnaires d'actifs américains et étrangers comptant plus de 20 000 milliards de dollars américains investis sur les marchés américains des titres de capitaux propres, a publié ses attentes de base pour une bonne gouvernance, dans le cadre desquelles il prie les sociétés américaines de souscrire au principe d'une voix

par action. ISG, qui comprend des membres tels que BlackRock, CalSTRS, State Street et Vanguard, souhaite que tous les investisseurs institutionnels et toutes les sociétés de gestion d'actifs investissant aux États-Unis adhèrent au cadre de gouvernance qu'elle propose, qui entre en vigueur en 2018⁵⁵. Les principes prévoient notamment que les sociétés inscrites à la cote d'une bourse américaine devraient adopter une norme d'une voix par action et éviter de se doter de structures du capital qui créent des droits de vote inégaux entre leurs actionnaires; que les conseils de sociétés qui disposent déjà de structures à deux catégories ou à catégories multiples d'actions devraient examiner ces structures de façon régulière ou au moment d'un changement de situation de la société et établir des mécanismes pour mettre fin aux structures de contrôle ou les éliminer progressivement au bon moment, tout en réduisant au minimum les coûts pour les actionnaires.

→ **Approches réglementaires ailleurs dans le monde à l'égard des structures à deux catégories d'actions**

Tandis qu'au Canada et aux États-Unis, les investisseurs institutionnels jouent un rôle essentiel dans la réduction des avantages que retirent les sociétés des structures à deux catégories d'actions (ou au moins se sont prononcés fermement contre ces avantages), dans d'autres territoires, ce sont les bourses de valeurs qui jouent un rôle de premier plan à cet égard. Les bourses de Hong Kong et de Singapour interdisent actuellement l'inscription de sociétés à deux catégories d'actions à leur cote. Toutefois, compte tenu de la vive concurrence à l'échelle mondiale concernant les inscriptions, les deux bourses sont en train de revoir leur politique d'une voix par action pour offrir la possibilité d'inscrire des sociétés dotées d'une structure à deux catégories d'actions sous réserve de protections comme l'adoption obligatoire d'une clause de limitation dans le temps. Au Royaume-Uni, on dissuade la mise en place de structures à deux catégories d'actions, mais on ne les interdit pas catégoriquement. Par exemple, la London Stock Exchange permet aux sociétés comportant des structures à deux catégories d'actions d'être inscrites sur le marché à forte croissance, mais non sur le marché standard, le premier marché ou le marché d'investissement alternatif⁵⁶. Ailleurs, certains pays de l'Union européenne ont adopté d'autres approches pour dissuader le court-termisme des investisseurs que les structures à deux catégories d'actions sont censées atténuer; on y place, par exemple, des actions à droit de vote acquises en fonction du temps ou des actions de fidélisation à droit de vote, par lesquelles les investisseurs à long terme obtiennent plus de votes s'ils détiennent les actions sur de plus longues périodes.

Dans d'autres territoires, les bourses de valeurs jouent un rôle de premier plan dans la réglementation. Les bourses de Hong Kong et de Singapour interdisent actuellement l'inscription de sociétés à deux catégories d'actions à leur cote.

Notre point de vue :



LES STRUCTURES À DEUX CATÉGORIES D' ACTIONS DOIVENT ÊTRE ÉTUDIÉES ATTENTIVEMENT ET COMMANDENT LA COMMUNICATION D' INFORMATION

Les sociétés à deux catégories d'actions ou qui prévoient une introduction en bourse avec une telle structure devraient envisager d'adhérer aux principes de gouvernance suivants :

- 1 Expliquez les raisons pour lesquelles la structure est importante.** Chaque année, le conseil devrait, dans les documents d'information de la société, expliquer aux actionnaires de façon claire et transparente les raisons pour lesquelles il est nécessaire et approprié de maintenir une structure à deux catégories d'actions. Ce faisant, il devrait expliquer pourquoi le ratio du nombre de voix rattachées aux actions à droit de vote multiple par rapport au nombre de voix rattachées aux actions à droit de vote subalterne est dans l'intérêt de la société et de ses actionnaires.
- 2 Examinez la structure de façon périodique.** Le conseil d'administration de la société devrait se demander périodiquement si le maintien d'une structure à deux catégories d'actions est dans l'intérêt de la société et des actionnaires au fil de l'évolution de la situation de la société. Existe-il une loi qui impose la propriété ou le contrôle d'un certain nombre d'actions par des Canadiens? Le maintien d'un contrôle disproportionné par rapport aux titres de capitaux propres se justifie-t-il par le fait que le fondateur continue d'apporter une contribution unique? Si le fondateur prend sa retraite, peut-on encore justifier l'existence de la structure ou devrait-on l'éliminer?
- 3 Envisagez l'adoption d'une clause de limitation dans le temps.** La clause type de limitation dans le temps stipule qu'une fois que la société s'inscrit à la cote d'une bourse avec de multiples catégories d'actions, la structure n'est maintenue que pendant une période déterminée (par exemple, pendant cinq ans ou jusqu'à ce que le fondateur atteigne l'âge de 65 ans ou prenne sa retraite), à moins que les porteurs d'actions à droit de vote subalterne ne choisissent de la conserver.

4 **Envisagez la tenue d'un vote périodique.** Le maintien d'une structure à deux catégories d'actions pourrait faire l'objet d'un vote périodique des porteurs d'actions à droit de vote subalterne. La tenue d'un vote pourrait atténuer les préoccupations des investisseurs concernant la pertinence de la structure.

5 **Élargissez la clause d'égalité de traitement.** À l'heure actuelle, la plupart des clauses d'égalité de traitement ne s'appliquent que dans le contexte des offres publiques d'achat. Les sociétés pourraient envisager d'élargir volontairement cette clause afin d'y inclure d'autres cas de changement de contrôle, garantissant ainsi que les actionnaires ayant des droits de vote limités ou n'ayant aucun droit de vote peuvent se prononcer autrement sur les opérations fondamentales ou de transformation.

07

Problématiques et tendances concernant la rémunération : les actionnaires continuent de donner leur avis sur les pratiques de rémunération tous les ans pendant que la rémunération de la haute direction augmente



Les actionnaires continuent de réclamer le droit de donner leur avis sur la rémunération de la haute direction, tant avant qu'après les assemblées annuelles d'actionnaires. Bon nombre d'émetteurs font toujours l'objet de critiques au sujet de leurs pratiques de rémunération de la haute direction, habituellement en raison de ce que les détracteurs perçoivent comme des augmentations de rémunération excessives, une discordance entre la rémunération et la performance et un décalage par rapport à la rémunération versée aux membres de la haute direction de sociétés comparables. Nous examinons dans cette rubrique les tendances et les problématiques canadiennes actuelles concernant la rémunération des membres de la haute direction et des administrateurs et offrons nos conseils sur la manière dont les émetteurs devraient réagir à ces enjeux. Aux États-Unis, en 2017, le deuxième vote historique à se tenir sur la fréquence du vote consultatif sur la rémunération révèle que la plupart des actionnaires sont très favorables à la tenue de votes consultatifs annuels sur la rémunération. Parallèlement, les plans de réforme financière que caresse l'administration américaine contribuent à alimenter le débat sur la question. Le vote consultatif sur la rémunération serait-il en péril? Nous analysons les deux positions dans le débat en cours sur la fréquence optimale du vote consultatif sur la rémunération et examinons les incidences de ce vote sur la rémunération de la haute direction aux États-Unis.

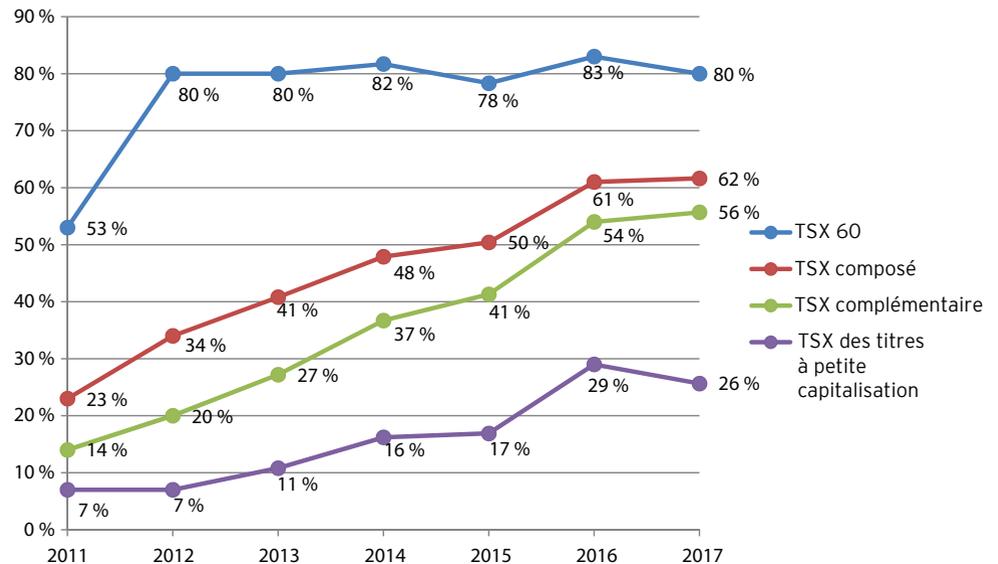
Le nombre de votes consultatifs sur la rémunération au Canada a plafonné en 2017, mais les actionnaires continuent de réclamer le droit de donner leur avis tous les ans sur les pratiques de rémunération de la haute direction. Aux États-Unis, en 2017, bien que la majorité des investisseurs préfèrent toujours les votes consultatifs annuels sur la rémunération, le deuxième vote historique à se tenir sur la fréquence du vote consultatif sur la rémunération a suscité une certaine controverse concernant la question de savoir si les votes annuels sont nécessaires ou appropriés (ce que nous abordons sous la rubrique « Vote consultatif sur la rémunération aux États-Unis »). En règle générale, nous assistons à une interaction accrue avec les actionnaires au sujet des pratiques de rémunération, avant et après les votes des actionnaires. Vu l'augmentation continue du niveau de la rémunération globale des membres de la haute direction et le mécontentement des actionnaires au sujet du déséquilibre entre la rémunération et la performance, il est plus important que jamais de bien comprendre l'opinion des actionnaires et des agences de conseil en vote au sujet des pratiques de rémunération des membres de la haute direction et des administrateurs.

Le vote consultatif sur la rémunération au Canada plafonne, mais constitue encore la norme

Après avoir atteint un sommet en 2016, le nombre de votes consultatifs et non contraignants sur la rémunération des membres de la haute direction au Canada a plafonné en 2017. Le graphique 7-1 présente les taux d'adoption du vote consultatif sur la rémunération par les émetteurs de l'indice S&P/TSX 60, de l'indice composé S&P/TSX, de l'indice complémentaire S&P/TSX et de l'indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX depuis la création de ce type de vote en 2009. Comme on peut le constater, le taux d'adoption du vote consultatif sur la rémunération par les émetteurs de l'indice composé S&P/TSX est demeuré relativement constant d'une année à l'autre. Les émetteurs à petite et à moyenne capitalisation ainsi que les émetteurs de l'indice S&P/TSX 60 ont connu un recul modeste, quasi négligeable, de la tendance à la hausse continue du taux d'adoption du vote consultatif sur la rémunération observée entre 2011 et 2016. Pour la première fois depuis 2011, le pourcentage de sociétés ayant tenu un vote consultatif annuel sur la rémunération a légèrement fléchi, pour s'établir à 26 % chez les sociétés de l'indice des titres à petite capitalisation (29 % en 2016) et à 80 % chez les sociétés de l'indice S&P/TSX 60 (83 % en 2016).

 **Pour la première fois depuis 2011, le taux de croissance du vote consultatif sur la rémunération parmi les sociétés de l'indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX et de l'indice S&P/TSX 60 marque le pas.**

GRAPHIQUE 7-1 : TAUX D'ADOPTION DU VOTE CONSULTATIF SUR LA RÉMUNÉRATION PAR LES ÉMETTEURS DE L'INDICE COMPOSÉ S&P/TSX ET DE L'INDICE DES TITRES À PETITE CAPITALISATION S&P/TSX (DE 2011 À 2017)



Malgré le plafonnement ou le léger fléchissement du taux d'adoption du vote consultatif annuel sur la rémunération en 2017, les actionnaires continuent de faire pression sur les autorités de réglementation pour qu'elles rendent obligatoire le vote consultatif sur la rémunération de la haute direction, comme c'est le cas aux États-Unis et dans d'autres territoires ⁵⁷. Nous sommes convaincus que le vote consultatif annuel sur la rémunération de la haute direction demeurera la norme au Canada dans un avenir prévisible. Comme nous le mentionnions dans nos rapports antérieurs, nous pourrions aussi assister à l'occasion à un vote consultatif sur les pratiques de rémunération des administrateurs.

Comme les pratiques à l'étranger penchent en faveur d'une transparence accrue de la rémunération de la haute direction et d'une information plus étoffée à cet égard, surtout en réponse à l'augmentation continue de la rémunération globale des hauts dirigeants, les émetteurs canadiens pourraient devoir répondre à des demandes de compléments d'information sur leurs pratiques de rémunération, en sus de ce qu'ils doivent déjà fournir dans leur circulaire de sollicitation de procurations. Par exemple, comme nous en parlions en 2015, aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission (la « SEC ») a adopté des règles obligeant les sociétés ouvertes à commencer à fournir de l'information supplémentaire sur

les disparités des rémunérations dès 2018. À la fin d'août 2017, le gouvernement du Royaume-Uni a annoncé un train de réformes relatives à la rémunération de la haute direction et à la représentation des travailleurs. Lorsque les nouvelles lois seront mises en œuvre, normalement d'ici juin 2018 pour une entrée en vigueur en 2019, environ 900 sociétés britanniques inscrites en bourse devront pour la première fois, puis tous les ans par la suite, publier et expliquer les ratios de la rémunération annuelle de leur chef de la direction par rapport à la rémunération du travailleur britannique moyen. Les réformes prévoient également la création du premier registre public mondial qui consistera en une liste noire des sociétés ouvertes britanniques dont le cinquième des investisseurs ont contesté le programme de rémunération annuelle de la haute direction. Le Financial Reporting Council, organisme britannique de surveillance de la gouvernance, proposera également des modifications au *Corporate Governance Code* du Royaume-Uni l'année prochaine, afin d'inciter les sociétés ouvertes à représenter les intérêts des employés au conseil. Les sociétés ouvertes seront tenues de désigner comme représentant des employés un administrateur non-membre de la haute direction, de créer un conseil consultatif des employés ou de nommer un administrateur parmi les travailleurs, ou d'expliquer les raisons pour lesquelles elles n'ont pas pris ces mesures ⁵⁸.

Les pratiques de rémunération continuent de faire l'objet de critiques en 2017

Comme le démontrent les résultats concernant les résolutions consultatives sur la rémunération, en 2017, les actionnaires ont continué d'exprimer leurs préoccupations au sujet des pratiques de rémunération et d'information connexe des émetteurs canadiens. Les principales pratiques visées par les critiques sont ce que les détracteurs perçoivent comme des augmentations de rémunération excessives, une discordance entre la rémunération et la performance et un décalage par rapport à la rémunération versée aux membres de la haute direction de sociétés comparables.

Comme dans les deux années antérieures, les résolutions consultatives sur la rémunération ont obtenu un appui relativement solide de la part des actionnaires. En 2017, 18 émetteurs inscrits à la TSX ayant tenu un vote consultatif sur la rémunération ont obtenu l'appui de moins de 85 % des actionnaires, comparativement à 22 en 2016 et à 18 en 2015 ⁵⁹.

Tout comme à l'occasion de la période de sollicitation de procurations de 2016, en 2017, une vaste majorité d'émetteurs qui ont obtenu l'appui le plus faible des actionnaires sont ceux qui ont reçu des recommandations de vote

07

Problématiques et tendances concernant la rémunération : les actionnaires continuent de donner leur avis sur les pratiques de rémunération tous les ans pendant que la rémunération de la haute direction augmente

Les émetteurs devraient envisager d'interagir avec les investisseurs et des groupes de parties prenantes sur leurs pratiques de rémunération et de gouvernance avant leur AGA.

négatif d'Institutional Shareholder Services, Inc. (« ISS ») ou de Glass Lewis & Co. (« Glass Lewis »). Cela devrait rappeler à tous les émetteurs la ligne dure adoptée par les agences de conseil en vote à l'égard d'un déséquilibre présumé entre la rémunération et la performance et l'influence de ces agences sur le vote des actionnaires.

En 2017, trois émetteurs des indices composé et des titres à petite capitalisation S&P/TSX n'ont pas obtenu d'appuis suffisants lors du vote consultatif sur la rémunération : Primero Mining Corp., Eldorado Gold Corp. et TransAlta Corp. Quatorze autres émetteurs faisant partie de ces indices ont obtenu un appui de 60 % à 80 % de la part de leurs actionnaires.

Comme pour les votes des années passées n'ayant pas obtenu un appui suffisant, il existe un dénominateur commun entre les trois cas susmentionnés et plusieurs des autres votes consultatifs sur la rémunération ayant obtenu un appui des actionnaires inférieur à 80 %. Il s'agit de la présence d'un ou de plusieurs de facteurs suivants :

- une augmentation anormale de la rémunération de la haute direction (y compris des paiements spéciaux) par rapport à l'exercice ou aux exercices précédents;
- un déséquilibre entre la rémunération des membres de la haute direction et la performance de l'émetteur (y compris, sans limitation, la performance de l'action);
- une rémunération de la haute direction excessive comparativement à celle versée par des sociétés comparables.

En réaction aux votes ayant obtenu un appui insuffisant ou faible de la part des actionnaires, les émetteurs qui doivent faire face à l'insatisfaction des investisseurs concernant les pratiques de rémunération annoncent généralement qu'ils ont l'intention de demander l'avis des investisseurs sur leurs politiques de rémunération de la haute direction et qu'ils évalueront les politiques, les procédures et les décisions de rémunération futures à la lumière de cet avis. En règle générale, les émetteurs n'ont pas décidé d'un plan d'action précis immédiatement après l'assemblée, mais ont plutôt entrepris d'examiner ces questions en profondeur et interagi avec les investisseurs au cours de l'année suivante.

→ Au-delà du vote consultatif sur la rémunération : pour certains émetteurs, l'interaction avec les investisseurs et les parties prenantes peut être essentielle

Bien que les votes consultatifs sur la rémunération constituent la norme au Canada et aux États-Unis et peuvent donner aux émetteurs un aperçu valable de l'opinion des investisseurs sur leurs pratiques de rémunération, ils ne sont pas à eux seuls suffisants dans la culture actuelle de gouvernance. La présence ou l'absence d'une interaction, d'une planification et d'une communication d'information préalables concernant les pratiques de rémunération pourrait avoir une grande incidence sur l'émetteur et sa réputation (pour obtenir plus de renseignements, voir la rubrique « Interaction entre le conseil et les actionnaires en plein essor »).

Prenons par exemple Bombardier Inc., émetteur canadien qui s'est attiré le regard du public après avoir consenti à ses hauts dirigeants des augmentations perçues comme inacceptables dans les circonstances, et ce, même si les actionnaires ont accordé à Bombardier un appui d'environ 94 % lors du vote consultatif sur la rémunération de 2017⁶⁰. Il est difficile de déterminer, à la lecture des documents publics, si Bombardier a placé l'interaction préalable au sujet de ses pratiques de rémunération au cœur de ses pratiques de gouvernance; toutefois, devant la vague de protestations du public à l'égard des hausses de rémunération, elle a ultérieurement annoncé sa décision de reporter le versement de plus de la moitié des paiements que ses hauts dirigeants étaient censés recevoir jusqu'à ce qu'elle ait atteint ses objectifs de rendement à long terme et apporte de la valeur à ses actionnaires et à la population du Québec et du Canada⁶¹.

Bien sûr, la structure à deux catégories d'actions de Bombardier, qui limite les droits de vote des actionnaires publics, ajoutée au fait que la société avait reçu du gouvernement du Québec et du gouvernement fédéral canadien des prêts importants totalisant environ 1,37 milliard de dollars en 2017, a alimenté la controverse; néanmoins, nous pouvons tirer des leçons de cet exemple. Le cas de Bombardier donne à penser que l'interaction sur diverses questions, telles que la rémunération, demeure de la plus haute importance. Les émetteurs devraient envisager d'interagir avec les investisseurs et, dans certains cas, avec d'autres parties prenantes avant leur assemblée d'actionnaires pour discuter de leurs pratiques de rémunération et de gouvernance ainsi que des collectivités et du contexte général dans lesquels ils exercent leurs activités. En agissant ainsi, un émetteur et son conseil pourraient éviter d'avoir mauvaise presse et de s'attirer les foudres des parties prenantes.

07

Problématiques et tendances concernant la rémunération : les actionnaires continuent de donner leur avis sur les pratiques de rémunération tous les ans pendant que la rémunération de la haute direction augmente

→ Le vote consultatif sur la rémunération aux États-Unis

C'est au cours de la période de sollicitation de procurations de 2017 aux États-Unis que la plupart des sociétés ouvertes des États-Unis ont tenu un deuxième vote historique consultatif des actionnaires sur la fréquence des votes consultatifs sur la rémunération. Le vote consultatif annuel sur la rémunération, qui facilite l'interaction avec les actionnaires et augmente la transparence demeure l'option privilégiée par la majorité des actionnaires, mais tous ne la considèrent pas comme nécessaire ou appropriée. Le vote consultatif sur la rémunération pourrait être responsable de la diminution du taux de croissance de la rémunération médiane des chefs de la direction et de l'effet modérateur sur le 90e centile du marché de la rémunération des chefs de la direction aux États-Unis, malgré l'augmentation continue de la rémunération des chefs de la direction. La préférence de certains investisseurs institutionnels pour des votes consultatifs sur la rémunération moins fréquents et les plans de réforme financière de la nouvelle administration américaine pourraient mettre en péril les prochains votes consultatifs annuels sur la rémunération.

UN DEUXIÈME VOTE CONSULTATIF HISTORIQUE SUR LA FRÉQUENCE EST TENU AUX ÉTATS-UNIS PENDANT LA PÉRIODE DE SOLLICITATION DE PROCURATIONS DE 2017

Au Canada, le vote consultatif sur la rémunération n'est pas obligatoire, mais constitue la norme, alors qu'aux États-Unis, les sociétés ouvertes américaines sont obligées de tenir un vote consultatif des actionnaires sur les programmes de rémunération de leurs principaux hauts dirigeants (le « vote consultatif sur la rémunération ») aux termes de la loi intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* of 2010 (la « Loi Dodd-Frank »). Cette loi oblige par ailleurs les sociétés ouvertes américaines à tenir également tous les six ans un vote consultatif des actionnaires sur la fréquence souhaitée des votes consultatifs sur la rémunération (le « vote consultatif sur la fréquence »). Les premiers votes consultatifs sur la fréquence ont eu lieu en 2011, le vote consultatif sur la fréquence tenu au cours de la période de sollicitation de procurations de 2017 étant donc le deuxième vote de ce genre tenu par la plupart des sociétés ouvertes des États-Unis.

Le vote consultatif sur la fréquence donne aux actionnaires de sociétés ouvertes aux États-Unis la possibilité de voter pour des votes consultatifs sur la rémunération annuels, bisannuels ou triennaux. Selon un rapport publié par le Council of Institutional Investors (le « CII ») à partir de données d'Institutional Shareholder Services, Inc. (« ISS »), au cours de la période de sollicitation de procurations de 2011 aux États-Unis, 41 % des conseils des sociétés de

Le vote consultatif sur la fréquence tenu au cours de la période de sollicitation de procurations de 2017 était seulement le deuxième vote de ce genre tenu par la plupart des sociétés ouvertes des États-Unis.

l'indice Russell 3 000 ont recommandé des votes bisannuels ou triennaux ⁶². Faisant fi des recommandations de leur conseil, les actionnaires ont appuyé massivement le vote consultatif annuel sur la rémunération. Plus de 76 % des actionnaires de l'ensemble des sociétés de l'indice Russell 3 000 ont voté en faveur du vote consultatif annuel sur la rémunération et, sauf quelques rares exceptions, les sociétés ont adopté la fréquence de votes consultatifs sur la rémunération privilégiée par la majorité de leurs actionnaires. Six ans plus tard, les actionnaires demeurent fermement favorables au vote consultatif annuel sur la rémunération, comme en témoignent les données d'ISS publiées à la fin de la période de sollicitation des procurations de 2017. Selon les résultats de votes consultatifs sur la fréquence compilés par ISS, les actionnaires de 91 % des sociétés ont opté pour un vote annuel ⁶³.

LES « POUR » ET LES « CONTRE » DU VOTE ANNUEL PAR RAPPORT À DES VOTES CONSULTATIFS MOINS FRÉQUENTS SUR LA RÉMUNÉRATION

Le vote consultatif annuel sur la rémunération a l'avantage de permettre aux actionnaires d'évaluer chaque année la concordance des structures et des niveaux de rémunération avec la performance de l'entreprise et d'offrir aux actionnaires un moyen systématique de donner leur point de vue sur les décisions touchant la rémunération. La préférence des actionnaires pour le vote annuel pourrait également s'expliquer par le fait qu'une telle fréquence augmente la transparence, facilite l'interaction avec les actionnaires et assure une cohérence sur le plan de l'administration et des procédures.

Même si, dans la plupart des cas, la préférence des actionnaires des États-Unis pour le vote consultatif annuel sur la rémunération concorde avec les préférences des gestionnaires d'actifs, des caisses de retraite et des agences de conseil en vote ainsi qu'avec les pratiques de vote consultatif sur la rémunération de bon nombre d'autres territoires, dont le Canada, le débat concernant la fréquence optimale du vote consultatif sur la rémunération n'est pas clos. Le vote consultatif annuel sur la rémunération pourrait se traduire par un accent trop prononcé sur le court terme ainsi que par une augmentation des coûts et de la complexité. Dans un contexte où s'entrechoquent les visions à court terme et à long terme et où certains investisseurs institutionnels américains et canadiens influents réclament de la part des sociétés ouvertes une gouvernance et une performance davantage axées sur le long terme, le vote consultatif annuel sur la rémunération n'est pas considéré par tous comme étant nécessaire, voire approprié. BlackRock et American Century Investment Management sont au nombre des détracteurs du vote consultatif annuel sur la rémunération. BlackRock recommande généralement la tenue d'un vote triennal et conseille aux actionnaires d'exprimer leur insatisfaction à l'égard de la rémunération de la haute direction en votant contre les membres du comité



Les votes consultatifs annuels sur la rémunération pourraient se traduire par un accent trop prononcé sur le court terme ainsi que par une augmentation des coûts et de la complexité.

07

Problématiques et tendances concernant la rémunération : les actionnaires continuent de donner leur avis sur les pratiques de rémunération tous les ans pendant que la rémunération de la haute direction augmente

Près d'un tiers des répondants non-investisseurs estiment que la fréquence du vote consultatif sur la rémunération devrait être établie en fonction de facteurs propres à l'entreprise.

de la rémunération à l'élection des administrateurs plutôt qu'à l'occasion du vote consultatif sur la rémunération. De la même manière, American Century Investment Management est généralement favorable au vote triennal, mais est ouverte aux solutions de rechange que la direction pourrait recommander.

Il est ressorti d'un récent sondage mené par ISS ⁶⁴ auprès de non-investisseurs, tels que des sociétés, des banques, des consultants et des membres de conseils, ainsi qu'auprès d'investisseurs, que moins de la moitié des non-investisseurs ayant répondu au sondage étaient favorables à un vote consultatif annuel et près d'un tiers d'entre eux estimaient que la fréquence du vote consultatif sur la rémunération devrait être établie en fonction de facteurs propres à l'entreprise, tels que sa taille, sa performance financière, l'existence de problèmes récents soulevés par ses pratiques de rémunération de la haute direction et le niveau d'appui des actionnaires aux votes consultatifs sur la rémunération à l'occasion d'assemblées antérieures. Par contre, deux tiers des investisseurs ayant répondu au sondage ont accordé leur appui aux votes consultatifs annuels sur la rémunération, bien que 17 % d'entre eux aient indiqué que, à leur avis, la fréquence devrait être établie en fonction de facteurs propres à l'entreprise, dont les deux facteurs nommés par le plus grand nombre d'investisseurs, soit la performance financière et la présence ou l'absence de problèmes récents soulevés par les pratiques de rémunération. Même si le vote consultatif annuel sur la rémunération constitue la norme aux États-Unis, plusieurs sociétés répondantes soutiennent, à l'instar de certains investisseurs institutionnels dont il est question plus haut, que le vote annuel se traduit par un accent trop prononcé sur les résultats à court terme ou sur les fluctuations à court terme de la rémunération ⁶⁵.

→ Impact des votes consultatifs sur la rémunération des chefs de la direction aux États-Unis

La tenue du vote sur la fréquence du vote consultatif sur la rémunération de 2017 étant maintenant derrière nous, l'impact que les votes consultatifs sur la rémunération ont eu sur la rémunération des hauts dirigeants peut être évalué. Pay Governance LLC, conseiller auprès des comités de la rémunération, a mené récemment une étude visant à analyser les tendances quant aux niveaux de rémunération avant et après la mise en œuvre de la réglementation sur le vote consultatif sur la rémunération prise en application de la Loi Dodd-Frank ⁶⁶.

L'étude démontre que la rémunération des chefs de la direction a continué d'augmenter ces dernières années, mais que le taux de croissance de la rémunération médiane des chefs de la direction a diminué et que les augmentations

de la rémunération des chefs de la direction dont la rémunération globale se situe dans le 90^e centile ont stagné et que cela pourrait s'expliquer par les votes consultatifs sur la rémunération. Selon l'étude, après l'adoption des votes des actionnaires sur la rémunération de la haute direction, 1) le rythme d'augmentation de la rémunération médiane des chefs de la direction a ralenti, et 2) il y a eu compression dans la répartition globale de la rémunération des chefs de la direction comme l'indique le ratio réduit entre la rémunération des chefs de la direction au 90^e et au 10^e centiles.

Comme on pouvait s'y attendre, les votes consultatifs sur la rémunération ont amené les actionnaires et les conseils en vote à s'intéresser davantage à la rémunération des chefs de la direction des sociétés de l'indice S&P 500 les mieux rémunérés, ce qui pourrait avoir aussi contribué à l'effet modérateur au 90^e centile du marché de la rémunération des chefs de la direction des sociétés de l'indice S&P 500.

→ Qu'advient-il des votes consultatifs sur la rémunération aux États-Unis : diminution possible du nombre de votes annuels sur la rémunération

En dépit des avantages évidents que la réglementation sur le vote consultatif sur la rémunération prise en application de la Loi Dodd-Frank procure aux actionnaires, les plans de réforme financière de la nouvelle administration américaine pourraient mettre en péril le vote consultatif sur la rémunération (ou à tout le moins le vote annuel). Le 8 juin 2017, la Chambre des représentants a adopté une version révisée du projet de loi intitulé *Financial CHOICE Act* (la « FCA »). La FCA aurait pour effet d'abroger ou de modifier d'importantes parties de la Loi Dodd-Frank et touche à un large éventail d'autres règlements financiers. Parmi les dispositions qu'il est projeté d'abroger aux termes de la FCA figure l'obligation, pour les sociétés ouvertes des États-Unis, de donner aux actionnaires l'occasion d'approuver la rémunération de la haute direction au moins une fois tous les trois ans. De plus, aux termes de la FCA, le vote des actionnaires ne serait requis que lorsque la rémunération de la haute direction d'un émetteur a changé sensiblement par rapport à celle de l'exercice précédent.

Étant donné la nature bicamérale du pouvoir législatif aux États-Unis, la FCA doit également être approuvée par le Sénat pour devenir officiellement une loi, et les chances que le Sénat adopte ce projet de loi dans sa forme actuelle semblent faibles. Divers groupes d'intérêts, dont CII, se sont vivement opposés au projet de loi et pourraient continuer de faire du lobbying contre la FCA jusqu'au prochain vote du Sénat. Toutefois, il est évident que l'administration américaine actuelle a décidé de s'attaquer à la rémunération de la haute direction dans le cadre de son vaste projet de déréglementer les marchés financiers, ce qui pourrait entraîner des changements dans les votes consultatifs sur la rémunération et certaines autres pratiques de rémunération aux États-Unis.

07

Problématiques et tendances concernant la rémunération : les actionnaires continuent de donner leur avis sur les pratiques de rémunération tous les ans pendant que la rémunération de la haute direction augmente

Les sondages indiquent une augmentation des niveaux de rémunération directe totale des chefs de la direction et une transition vers des mécanismes de rémunération à long terme.

→ Rémunération des chefs de la direction : malgré la surveillance étroite, la rémunération globale augmente

Depuis plusieurs années, nous avons été témoins d'une hausse constante de la rémunération en espèces moyenne déclarée (salaire plus les primes) versée aux chefs de la direction des émetteurs de l'indice composé S&P/TSX et de l'indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX. En 2017, cependant, cette tendance a été renversée, les niveaux de rémunération en espèces restant au même niveau ou diminuant par rapport à ceux de 2016. Pendant ce temps, selon les sondages, les niveaux de rémunération directe totale des chefs de la direction augmentent et les mécanismes de rémunération à long terme, comme les attributions d'actions et d'autres formes de rémunération incitative à long terme, gagnent en popularité ⁶⁷:

- Rémunération directe totale des chefs de la direction : en hausse de 4,2 % pour atteindre 12,5 millions de dollars.
- Attributions d'actions : en hausse de 4,3 % pour atteindre 6,3 millions de dollars.
- Total de la rémunération incitative à long terme : en hausse de 4,4 %, pour atteindre 8,8 millions de dollars.

TABLEAU 7-1 : RÉMUNÉRATION EN ESPÈCES VERSÉE AUX CHEFS DE LA DIRECTION (EN MILLIONS DE DOLLARS)

	S&P/TSX 60	Indice complémentaire	Petite capitalisation
2017	2,87 \$	1,45 \$	0,89 \$
2016	3,09 \$	1,52 \$	0,94 \$
2015	3,10 \$	1,46 \$	0,86 \$
2014	3,06 \$	1,54 \$	0,87 \$
2013	2,76 \$	1,34 \$	0,83 \$
2011	2,88 \$	1,37 \$	1,22 \$

→ Les honoraires forfaitaires des administrateurs atteignent des sommets et viennent remplacer les jetons de présence

La croissance constante de la rémunération des administrateurs sous forme d'honoraires, dont nous avons traité dans les précédents *Rapports de Davies sur la gouvernance* depuis plusieurs années, a stagné en 2017, plus particulièrement chez les émetteurs de l'indice S&P/TSX 60, comme le montre le Tableau 7-2.

TABLEAU 7-2 : HONORAIRES MOYENS DES ADMINISTRATEURS D'ÉMETTEURS CANADIENS (DE 2015 À 2017)

Indice	Honoraires moyens en 2017	Honoraires moyens en 2016	Honoraires moyens en 2015
S&P/TSX 60	152 545 \$	167 470 \$	137 400 \$
Indice composé	108 980 \$	112 966 \$	92 787 \$
Indice complémentaire	94 458 \$	93 452 \$	77 314 \$
Indice des titres à petite capitalisation	62 140 \$	64 359 \$	52 348 \$

Pendant la même période, le pourcentage d'émetteurs qui versent aux administrateurs uniquement des honoraires forfaitaires, sans leur verser en plus des jetons de présence, a beaucoup augmenté depuis 2016, ce qui correspond à la tendance observée pendant les années antérieures.

Le pourcentage d'émetteurs qui versent aux administrateurs uniquement des honoraires forfaitaires, sans leur verser en plus des jetons de présence, a beaucoup augmenté depuis 2016.

07

Problématiques et tendances concernant la rémunération : les actionnaires continuent de donner leur avis sur les pratiques de rémunération tous les ans pendant que la rémunération de la haute direction augmente

TABLEAU 7-3 : POURCENTAGE D'ÉMETTEURS VERSANT AUX ADMINISTRATEURS UNIQUEMENT DES HONORAIRES FORFAITAIRES, SANS LEUR VERSER EN PLUS DES JETONS DE PRÉSENCE (DE 2015 À 2017)

Indice	2017	2016	2015
S&P/TSX 60	52 %	48 %	45 %
Indice composé	51 %	43 %	35 %
Indice complémentaire	50 %	41 %	32 %
Indice des titres à petite capitalisation	40 %	33 %	30 %

La transition du paiement de jetons de présence au paiement d'honoraires uniquement pourrait s'expliquer par l'allongement de la liste des questions et des responsabilités auxquelles sont confrontés les administrateurs de sociétés ouvertes canadiennes et par la surveillance accrue exercée par les actionnaires à l'égard des administrateurs. Ces tendances ont également mené à une augmentation sensible du temps que les administrateurs doivent consacrer à leurs fonctions pour s'en acquitter avec compétence. Dans ce contexte, un programme de rémunération des administrateurs comprenant uniquement des honoraires peut souvent être préférable du point de vue de la gouvernance, étant donné que les administrateurs doivent s'acquitter de leurs obligations et de leurs responsabilités tout au long de l'exercice de la société, et non seulement à l'occasion des réunions prévues du conseil. La rémunération composée uniquement d'honoraires peut être extrêmement avantageuse pour les émetteurs qui attachent beaucoup d'importance au contrôle et à la budgétisation des coûts potentiellement élevés de la rémunération dans un contexte caractérisé par la turbulence des marchés du crédit, des marchandises et des valeurs mobilières et l'allongement continu de la liste des questions soumises aux conseils.

Notre point de vue :



LES CONSEILS DEVRAIENT SURVEILLER LES TENDANCES EN MATIÈRE DE RÉMUNÉRATION ET INTERAGIR AVEC LES INVESTISSEURS

Compte tenu des tendances en matière de rémunération susmentionnées et du climat général en matière de gouvernance qui favorise la démocratie actionnariale, les émetteurs et leurs conseils continueront de devoir répondre à des normes élevées dans la prise de leurs décisions sur la rémunération et dans les explications qu'ils donneront à cet égard. Au fil de l'augmentation de la rémunération des hauts dirigeants, les sociétés ouvertes canadiennes pourraient également subir des pressions pour qu'elles fournissent une information plus étoffée à cet égard, ce qui correspond aux tendances émergentes aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Les émetteurs qui envisagent des augmentations importantes de rémunération ou des changements dans leurs pratiques de rémunération, y compris des attributions ou des arrangements ponctuels ou spéciaux, devraient penser à consulter d'abord les actionnaires pour obtenir leur point de vue et, idéalement, leur appui avant leur assemblée annuelle.

Les émetteurs devraient également tenir compte du contexte global et des collectivités dans lesquelles ils exercent leurs activités, pour juger de l'opportunité d'étendre l'interaction à un plus grand nombre de parties prenantes dans certains cas.

Comme il en est question plus en détail dans *le Rapport de Davies sur la gouvernance 2016*⁶⁸, il demeure important que les pratiques de rémunération soient axées sur le long terme et incluent des paramètres visant à aligner la rémunération sur la performance de la société, étant donné les indicateurs relativement contraignants établis par les agences de conseil en vote.

08

L' « élection à la majorité véritable » serait-elle imminente?



Les projets de modification de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et de la *Loi sur les sociétés par actions* de l'Ontario, s'ils sont mis en œuvre, obligeront toutes les sociétés constituées sous le régime des lois fédérales ou ontariennes à adopter l' « élection à la majorité véritable » et limiteront considérablement le pouvoir discrétionnaire d'un conseil de désigner un administrateur ayant obtenu un faible appui. Des indications récentes de la TSX concernant sa norme d'élection à la majorité établissent un seuil élevé pour les sociétés qui souhaitent invoquer des circonstances exceptionnelles pour refuser la démission d'un administrateur n'ayant pas obtenu l'approbation majoritaire des actionnaires. Les changements qu'il est proposé d'apporter à la législation sur les sociétés seraient-ils une solution à un problème qui n'existe pas? Prenez connaissance du point de vue de Davies sur l'incidence que ces changements pourraient avoir sur votre entreprise.

En 2016 et en 2017 ont été publiés les projets de modification fort attendus visant la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (soit le projet de loi C-25 ⁶⁹) (les « modifications visant la LCSA ») et la *Loi sur les sociétés par actions* de l'Ontario (soit le projet de loi 101 émanant d'un député ⁷⁰) (les « modifications visant la LSAO »). Ces projets de modification établiraient l'élection à la majorité véritable pour les sociétés ouvertes régies par les lois fédérales ou ontariennes régissant les sociétés, et ouvriraient la porte à des élections pouvant entraîner des vacances immédiates. En 2017, la Bourse de Toronto (la « TSX ») a également publié des indications sur l'obligation relative à l'élection à la majorité qu'elle impose, obligation qui, d'ici à ce que la législation sur les sociétés soit modifiée, placera vraisemblablement la barre haut pour les émetteurs inscrits à la TSX qui proposent de maintenir des administrateurs en poste même s'ils ont obtenu moins de la majorité des voix en leur faveur.

Les modifications visant la LCSA et la LSAO ouvrent la porte à des élections qui pourraient entraîner des vacances immédiates

L'élection à la majorité est fermement établie au Canada, du moins pour les émetteurs inscrits à la TSX qui ne sont pas contrôlés par un actionnaire majoritaire. Les principaux enjeux qui ont été débattus depuis que la TSX a établi l'élection à la majorité en 2014 entourent les « circonstances exceptionnelles » que les conseils peuvent invoquer pour refuser la démission d'un administrateur qui n'a pas obtenu la majorité des voix en faveur de son élection (un « administrateur ayant obtenu un faible appui ») et la question de savoir si la législation sur les sociétés devrait être modifiée pour rendre l'élection à la majorité véritable obligatoire.

Selon les modifications visant la LCSA, la norme du vote à la pluralité actuellement prescrit par la législation sur les sociétés serait remplacée par une norme de vote à la majorité voulant que les administrateurs des sociétés ouvertes constituées sous le régime de la LCSA soient élus tous les ans par les actionnaires. À l'occasion d'une élection non contestée, chaque administrateur serait élu en conformité avec la loi (et non simplement en application d'une politique) si le nombre de voix exprimées « pour » lui par les actionnaires représente la majorité (50 % plus 1) des votes à son égard. Contrairement à ce que prévoit l'obligation relative à l'élection à la majorité actuellement imposée par la TSX (que nous abordons plus loin), il serait interdit au conseil de s'en remettre au pouvoir que lui confère la législation sur les sociétés de pourvoir un poste d'administrateur en désignant un administrateur ayant obtenu un faible appui, à deux exceptions près prescrites par le projet de règlement lié aux modifications visant la LCSA, à savoir : 1) si la présence de cet administrateur au conseil est nécessaire pour répondre au critère d'indépendance prévu

 **Si les modifications visant la LCSA et la LSAO sont adoptées, il sera interdit aux conseils visés, sauf en de rares circonstances, de désigner à un poste vacant au conseil un administrateur ayant obtenu un faible appui.**

08

L'«
élection
à la majorité
véritable »
serait-elle
imminente?

Ces trois dernières années, le nombre d'administrateurs d'émetteurs de l'indice composé S&P/TSX et de l'indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX qui n'ont pas obtenu la majorité des voix était très peu élevé.

par la LCSA (et non par la législation en valeurs mobilières) ou 2) si la présence de cet administrateur au conseil est nécessaire pour répondre au critère de résidence canadienne prévu par la LCSA. Dans tous les autres cas, l'administrateur qui n'obtient pas en sa faveur la majorité des voix exprimées ne pourrait pas demeurer membre du conseil et cesserait immédiatement d'être un administrateur, sans période de transition. Les modifications visant la LCSA s'appliqueraient à toutes les sociétés ouvertes de régime fédéral, y compris celles qui sont inscrites à la Bourse de croissance TSX (la « TSXV »), même si la norme de l'élection à la majorité de la TSX ne s'applique pas à ces sociétés. Les modifications visant la LSAO qui sont proposées prévoieraient une obligation relative à l'élection à la majorité similaire pour toutes les sociétés ouvertes constituées en Ontario, avec certaines nuances.

Pour plusieurs, la ligne dure préconisée par les modifications que l'on propose d'apporter à la législation sur les sociétés est indéfendable. Elles supprimeraient la quasi-totalité du pouvoir discrétionnaire du conseil de maintenir en poste un administrateur ayant obtenu un faible appui et ne prévoieraient aucune période de transition pour trouver un remplaçant. De plus, nombreux sont ceux qui estiment que le projet de modification serait une mauvaise solution à un faux problème. Par exemple, ces trois dernières années, le nombre d'administrateurs d'émetteurs de l'indice composé S&P/TSX et de l'indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX qui n'ont pas obtenu la majorité des voix était très peu élevé, passant de 10 administrateurs de 3 émetteurs en 2015, à 3 administrateurs de 2 émetteurs en 2016 et à seulement 1 administrateur de 1 émetteur en 2017. Les cas où ces administrateurs ayant obtenu un faible appui demeurent en poste sont aussi de plus en plus rares. Il semble que les « administrateurs zombies » ne représentent plus un problème. En fait, parmi les émetteurs susmentionnés, le seul cas en 2016 et en 2017 d'un administrateur ayant obtenu un faible appui qui s'est vu refuser sa démission et qui est demeuré en poste s'est produit cette année; un administrateur d'Endeavour Silver Corp. ayant obtenu seulement 48 % de voix « pour » a remis sa démission que le conseil a refusée. Le conseil appuyait son refus sur le fait que le comité de la gouvernance et des candidatures avait examiné les raisons pour lesquelles il pensait que l'administrateur n'avait pas obtenu une majorité de voix en sa faveur et avait établi que le faible appui des actionnaires découlait de la recommandation négative d'une agence de conseil en vote qui considérait que l'administrateur était membre de trop nombreux conseils, à savoir le conseil de six sociétés ouvertes (on notera qu'ISS avait recommandé de voter en faveur de l'administrateur)⁷¹. L'administrateur a démissionné de son poste à certains autres conseils et est demeuré au conseil d'Endeavour.

→ Indications de la TSX concernant l'élection à la majorité : seuil élevé pour invoquer des circonstances exceptionnelles

Selon ses règles actuelles, la TSX exige que tous les émetteurs inscrits à sa cote, sauf les sociétés contrôlées par un actionnaire majoritaire, aient une politique sur l'élection à la majorité et fassent connaître les résultats du vote. Chaque administrateur doit obtenir davantage de votes « pour » que d'« absentions » (toujours la norme pour le scrutin à la pluralité), sans quoi il devra soumettre sa démission à l'approbation du conseil, qui doit l'accepter à moins de « circonstances exceptionnelles ». Jusqu'à présent, certains émetteurs ont invoqué des circonstances exceptionnelles pour permettre à des administrateurs n'ayant pas obtenu la majorité des voix en leur faveur de continuer à siéger au conseil, malgré la volonté contraire des actionnaires. En réponse à ces situations et au débat concernant la pertinence du concept de circonstances dites exceptionnelles, la TSX a déclaré dans un avis du personnel de mars 2017 que l'émetteur doit respecter un seuil élevé pour invoquer des circonstances exceptionnelles⁷². Les circonstances exceptionnelles sont des circonstances où, par exemple, s'il acceptait la démission de l'administrateur, l'émetteur se trouverait à contrevenir aux exigences d'une loi régissant les sociétés ou les valeurs mobilières ou à une entente commerciale, ou alors où l'administrateur est membre d'un comité spécial actif clé, ou encore où l'élection à la majorité est utilisée à une fin contraire aux objectifs de l'obligation relative à l'élection à la majorité imposée par la TSX. Parmi les facteurs qui *ne sont pas pris en considération* pour déterminer si des « circonstances exceptionnelles » peuvent être invoquées, mentionnons les qualifications de l'administrateur, la durée de ses services, son assiduité aux réunions, l'expérience de l'administrateur ainsi que son apport au succès de l'émetteur.

La TSX a examiné et continuera d'examiner la politique sur l'élection à la majorité des émetteurs et pourrait exiger des modifications si cette politique ne respecte pas ses exigences. L'avis du personnel de la TSX donne également les indications supplémentaires suivantes, que les émetteurs devraient étudier avec leurs conseillers juridiques pour veiller à ce que leurs politiques soient conformes.

- **L'administrateur doit remettre sa démission immédiatement.** La politique doit obliger l'administrateur à remettre immédiatement sa démission au conseil s'il n'est pas élu à la majorité des voix. Il n'est pas suffisant de prévoir qu'« on s'attend à ce que l'administrateur démissionne ».
- **Le conseil doit trancher dans les 90 jours.** Le conseil doit disposer d'un délai d'au plus 90 jours suivant l'assemblée des actionnaires pour prendre sa décision quant à l'acceptation ou non de la démission.

Selon un avis du personnel publié par la TSX en mars 2017, l'émetteur doit respecter un seuil élevé pour invoquer des « circonstances exceptionnelles ».

08

L'«
élection
à la majorité
véritable »
serait-elle
imminente?

- **L'émetteur doit remettre un communiqué à la TSX.** La politique doit obliger l'émetteur à transmettre à la TSX un communiqué faisant part de la décision du conseil relativement à la démission d'un administrateur.
- **Les administrateurs ayant obtenu un faible appui ne doivent pas participer à la prise de décisions.** Un administrateur ayant obtenu un faible appui ne devrait participer à aucune réunion à laquelle est étudiée sa démission ou une résolution s'y rapportant. Cela signifie que l'administrateur ne doit assister à aucune réunion, à moins que sa présence ne soit requise pour l'atteinte du quorum.

→ Incidences sur les émetteurs canadiens

Avec l'interprétation plus étroite que fait la TSX de sa norme sur l'élection à la majorité, les émetteurs disposeront d'une latitude fortement réduite pour refuser la démission d'un administrateur qui n'obtient pas l'approbation de la majorité des actionnaires et ils pourront s'attendre à ce que la TSX intervienne s'ils proposent un tel refus. Dès la période de sollicitation de procurations de 2018, les émetteurs constitués sous le régime des lois fédérales ou ontariennes pourraient se retrouver avec un pouvoir discrétionnaire limité ou nul pour décider s'ils acceptent ou non la démission d'un administrateur n'ayant pas obtenu l'approbation de la majorité des actionnaires. Quoique beaucoup remettent en question la ligne dure concernant le vote à la majorité que proposent les organismes de réglementation des sociétés, au moment de rédiger le présent rapport, les modifications visant la LCSA avaient été entendues en troisième lecture à la Chambre des communes et étaient en attente d'une deuxième lecture au Sénat. Bien qu'elles soient critiquées en raison des changements fondamentaux qu'elles proposent et de leur incompatibilité avec la réglementation en valeurs mobilières, les modifications visant la LSAO ont été renvoyées à un comité permanent après la deuxième lecture à l'Assemblée législative de l'Ontario.

→ Au-delà de la planification de la relève : quel effet l'élection à la majorité aura-t-elle sur votre organisation?

L'élection à la majorité étant dans la mire des organismes de réglementation des sociétés et de la TSX, les émetteurs ouverts voudront peut-être envisager de prendre des mesures concrètes.

- 1 Les émetteurs devraient réviser leurs politiques sur l'élection à la majorité pour s'assurer qu'elles soient conformes aux règles de la TSX.**
- 2 Les conseils devraient vérifier attentivement si leurs processus de planification de la relève seraient suffisants advenant le départ de un ou de plusieurs administrateurs.** Les listes permanentes de candidats potentiels au conseil pourraient ne pas suffire si le conseil devait être confronté (i) au besoin urgent de cerner les compétences clés qui seraient perdues parce qu'un administrateur n'a pas obtenu l'approbation à la majorité des voix et de trouver un candidat pour le remplacer et (ii) à l'inexistence de circonstances exceptionnelles ponctuelles justifiant le maintien en poste de l'administrateur. Il faudrait aussi déterminer la taille optimale du conseil sur le plan de son efficacité si, par exemple, plus d'un administrateur n'était pas réélu, laissant l'émetteur aux prises avec un conseil famélique.
- 3 Les conseils devraient être proactifs en prévoyant les effets qu'aurait la modification des lois régissant les sociétés sur la composition du conseil.** Quels effets des modifications apportées sous une forme ou sous une autre aux lois régissant les sociétés auraient-elles sur l'indépendance du conseil et de ses comités aux termes de la législation en valeurs mobilières? Dans leur version actuelle, les modifications visant la LCSA et la LSAO pourraient ne pas permettre à un conseil de maintenir en poste un administrateur ayant obtenu un faible appui s'il fallait le retenir pour répondre à l'obligation d'indépendance prévue par la législation en valeurs mobilières, dont la norme est différente de celle prévue par la législation sur les sociétés. Il faudrait aussi vérifier si le départ de un ou de plusieurs administrateurs canadiens, ramenant la proportion des membres résidant au Canada en deçà du seuil de 25 % prévu par la LCSA, modifie le statut d'émetteur fermé étranger de l'entreprise aux États-Unis. Enfin, on devrait étudier les effets des indications de la TSX et des projets de modification des lois régissant les sociétés sur les dispositions relatives au changement de contrôle des contrats d'emploi, des conventions de crédit et d'autres ententes commerciales; le départ de un ou de plusieurs administrateurs déclencherait-il par inadvertance l'application de ces dispositions?

4 Les administrateurs des sociétés inscrites à la TSXV devraient se pencher sur la composition optimale du conseil. Les sociétés inscrites à la TSXV pourraient aussi subir les contrecoups des changements apportés à la législation sur les sociétés, même si elles sont actuellement dispensées de l'obligation relative à l'élection à la majorité imposée par la TSX. Les conseils de ces sociétés devraient donc réfléchir à la taille et à la composition du conseil qui seraient optimales s'ils devaient un jour adopter l'élection à la majorité véritable.

5 Les conseils devraient envisager d'interagir avec les actionnaires bien avant les assemblées générales annuelles pour demander leur opinion sur la composition du conseil et sur les forces, les compétences et les aptitudes de ses membres. Étant donné la vigueur de l'activisme des dernières années et les critiques dont ont fait l'objet certains émetteurs qui ont invoqué des circonstances exceptionnelles pour maintenir en poste des administrateurs ayant obtenu un faible appui, l'interaction avec les actionnaires serait une démarche prudente et proactive. Veuillez vous reporter à la rubrique « Interaction entre le conseil et les actionnaires en plein essor » pour plus de détails sur l'interaction entre les conseils et les actionnaires.

09

Autres questions et tendances importantes en matière de gouvernance



En 2017, nous avons observé plusieurs faits nouveaux et projets de modification de la réglementation qui ont une incidence sur un éventail de questions et de processus en matière de gouvernance, dont les suivants : 1) les règlements administratifs sur les préavis; 2) les procédures « de notification et d'accès » à l'intention des sociétés constituées sous le régime de la LCSA; 3) la réduction du fardeau réglementaire pour les émetteurs; 4) les protocoles mis en place par les ACVM relativement au vote par procuration; 5) la responsabilité personnelle des administrateurs pour conduite abusive; et 6) des obligations de gouvernance et d'information accrues dans le cadre des opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts. Dans cette dernière partie de notre rapport, nous présentons un résumé des modifications importantes qui sont déjà en vigueur ou qui sont imminentes et que les conseillers juridiques internes, les secrétaires d'entreprise, les membres de la direction et les conseils d'administration devraient connaître, étant donné qu'elles peuvent avoir des incidences sur les politiques et les pratiques liées à la gouvernance. Nous fournissons également des indications afin d'aider les conseils et les membres de la direction à atténuer les risques de contestation de la part des investisseurs ou des organismes de réglementation. Pour de plus amples renseignements sur un grand nombre de ces sujets, voir nos rapports des années antérieures, notamment le *Rapport de Davies sur la gouvernance 2016*.⁷³

Dispositions relatives aux préavis jugées inacceptables

La TSX, ISS ou Glass Lewis considèrent que des dispositions relatives aux préavis sont non conformes si elles ont pour effet d'obliger les actionnaires qui parrainent une candidature à faire notamment ce qui suit :

- être présents à l'assemblée,
- se soumettre à une procédure de divulgation trop lourde ou inutile,
- remplir des questionnaires,
- faire des déclarations,
- soumettre des accords,
- fournir des consentements, à moins que cette exigence ne soit également imposée aux candidats issus de la direction ou du conseil d'administration.

1 DERNIÈRES NOUVELLES CONCERNANT LES RÈGLEMENTS ADMINISTRATIFS SUR LES PRÉAVIS : EST-CE QUE VOTRE RÈGLEMENT ADMINISTRATIF EST CONFORME?

Comme il est expliqué plus en détail dans le *Rapport de Davies sur la gouvernance 2015*⁷⁴, les règlements administratifs sur les préavis contraignent les actionnaires qui souhaitent proposer des candidats au conseil d'un émetteur à fournir à ce dernier un préavis de mise en candidature. Cette tactique est maintenant plutôt répandue au Canada et est reconnue comme étant un outil légitime pour éliminer le risque que les émetteurs se fassent surprendre par la nomination de candidats pendant une assemblée des actionnaires. Cette année, la Bourse de Toronto (la « TSX ») a confirmé la raison d'être de ces politiques, dans la foulée des lignes directrices émises antérieurement par Institutional Shareholder Services Inc. (« ISS »), Glass Lewis & Co. (« Glass Lewis ») et les tribunaux canadiens, en donnant des indications sur les circonstances où les règlements administratifs ou les politiques sur les préavis peuvent être considérés comme ayant pour effet de contrecarrer ou de contourner le processus d'élection des administrateurs et de susciter une surveillance accrue par la TSX.

Près de 57 % des émetteurs de l'indice composé S&P/TSX et de l'indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX (comparativement à 51 % en 2015) se sont maintenant dotés d'exigences en matière de préavis et la plupart des participants au marché reconnaissent la légitimité de ces outils (prenant habituellement la forme d'un règlement administratif) qui favorisent la transparence et la prise de décisions éclairées en fournissant aux actionnaires un préavis raisonnable de toute élection contestée d'administrateurs et de l'information à cet égard. Toutefois, il importe de souligner que, en général, ces règlements administratifs ne sont légitimes que s'ils ont une portée raisonnable et que s'ils sont appliqués par les émetteurs d'une manière raisonnable, du point de vue commercial. Les lignes directrices émises par les tribunaux de l'Ontario en 2014 et les lignes directrices mises à jour qui ont été publiées par ISS et Glass Lewis en 2014 et en 2015 donnent un aperçu des caractéristiques d'une exigence en matière de préavis qui sont jugées acceptables, ainsi que des cas où les agences de conseil en vote sont susceptibles d'appuyer ou, inversement, de recommander de voter contre, un règlement administratif sur les préavis. En définitive, l'obligation de préavis devrait seulement servir de « bouclier » pour protéger les actionnaires et la direction, et non d'« épée » dans le but d'empêcher la présentation de candidats par les actionnaires ou de faire gagner à la direction le temps nécessaire pour mettre un activiste en échec⁷⁵.

Un peu plus tôt cette année, la TSX s'est prononcée sur la question et a fourni d'autres indications quant aux caractéristiques des règlements administratifs sur

les préavis qui seront et qui ne seront pas jugées acceptables.⁷⁶ Conformément à plusieurs égards aux lignes directrices relatives au vote publiées par ISS et Glass Lewis, de l'avis de la TSX, les règlements administratifs sur les préavis qui contrecarrent ou contournent les droits des actionnaires aux termes des exigences relatives à l'élection des administrateurs prescrites par la TSX seront considérés comme un défaut de respecter ces exigences.

La TSX donne également son point de vue sur les périodes de préavis minimales et maximales (s'il y a lieu) présentes dans ces dispositions relatives aux préavis qu'elle juge satisfaisantes. Enfin, elle s'attend à ce qu'un règlement administratif sur les préavis permette au conseil d'administration de renoncer à toute disposition de celui-ci.

Nous sommes conscients du fait que les exigences relatives aux préavis de plusieurs émetteurs ne respectent pas les exigences d'ISS et de Glass Lewis ou de la TSX. Les conseils qui ont adopté de tels règlements administratifs devraient les passer en revue avec leurs conseillers juridiques afin de s'assurer de leur conformité et, s'ils ne sont pas conformes, de les modifier dans un délai suffisant avant la tenue de leur prochaine assemblée des actionnaires. Les émetteurs qui envisagent l'adoption d'un règlement administratif sur les préavis devraient obtenir au préalable un avis juridique à cet égard et, encore une fois, s'assurer que les actionnaires soient informés suffisamment longtemps avant la tenue de leur prochaine assemblée annuelle que de telles exigences seront adoptées. Les incidences d'un règlement administratif non conforme peuvent être graves et notamment susciter des recommandations de vote défavorable par ISS et Glass Lewis concernant le règlement administratif, les élections d'administrateurs ou les opérations importantes qui sont soumises à l'approbation des actionnaires. Compte tenu de ces politiques et de décisions rendues antérieurement par les tribunaux, les émetteurs devraient également s'assurer qu'ils appliquent les exigences relatives aux préavis d'une manière raisonnable, du point de vue commercial, et non comme tactique pour empêcher un actionnaire d'exercer son droit fondamental d'élire des candidats à un poste d'administrateur ou dans cette intention.

2

PROCÉDURES DE NOTIFICATION ET D'ACCÈS DANS LE CAS DES SOCIÉTÉS RÉGIES PAR LA LCSA : LA LOI FÉDÉRALE EN VOIE DE MODERNISATION

Depuis 2013, bon nombre d'émetteurs assujettis canadiens ont choisi de suivre les procédures « de notification et d'accès » prévues par le *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* (le « Règlement 51-102 ») et le *Règlement 54-101 sur la communication avec les propriétaires véritables des titres d'un émetteur assujetti* (le « Règlement 54-101 ») comme moyen potentiellement plus

Les incidences d'un règlement administratif non conforme peuvent être graves et notamment susciter des recommandations de vote défavorable par ISS et Glass Lewis concernant le règlement administratif, les élections d'administrateurs ou les opérations importantes qui sont soumises à l'approbation des actionnaires.

Les dispositions actuelles de la LCSA font qu'il est pratiquement impossible pour les sociétés ouvertes régies par la LCSA de suivre les procédures de notification et d'accès.

rentable de communiquer leurs documents reliés aux procurations et leurs états financiers annuels à leurs investisseurs. Si les émetteurs décident de suivre ces procédures, ils peuvent envoyer aux investisseurs un avis simplifié contenant certains renseignements précis, ainsi qu'un lien vers un autre site Web que SEDAR où les documents sont affichés dans leur intégralité, plutôt que de leur envoyer un jeu complet de documents reliés aux procurations.

Bien que plusieurs émetteurs aient été favorables à l'introduction des procédures de notification et d'accès dans les lois sur les valeurs mobilières, les dispositions actuelles de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (la « LCSA ») font qu'il est difficile pour les sociétés ouvertes régies par la LCSA de se prévaloir de ces procédures. En effet, aux termes de la LCSA, les sociétés sont généralement tenues d'envoyer à leurs actionnaires les avis de convocation, les formulaires de procurations et les circulaires de sollicitation de procurations, ainsi que des exemplaires de leurs états financiers annuels et de leur rapport des auditeurs. Des exemplaires de ces documents doivent également être envoyés aux intermédiaires, qui doivent alors les remettre aux véritables propriétaires et obtenir leurs instructions sur le vote. Bien que la LCSA prévoie la remise de ces documents aux actionnaires sous forme électronique, certaines conditions préalables pour ce faire, notamment l'obligation d'obtenir le consentement écrit du destinataire à la communication du document par voie électronique, font qu'il est pratiquement impossible pour les émetteurs régis par la LCSA de suivre les procédures de notification et d'accès prévues par le Règlement 54-101.

Dans le cadre de l'initiative plus large prise aux termes du projet de loi C-25 visant la modernisation de la LCSA, dont il est question ailleurs dans le présent rapport (qui prévoit, par exemple, l'introduction dans la LCSA du vote majoritaire et de l'obligation de présenter certains renseignements relatifs à la diversité), les modifications apportées à la LCSA prévoient également des modifications en vue de permettre aux sociétés ouvertes constituées sous le régime fédéral de se prévaloir plus facilement des procédures de notification et d'accès prévues par le Règlement 51-102 et le Règlement 54-101. Si elles sont adoptées, les modifications apportées à la LCSA permettraient aux sociétés ouvertes régies par cette loi qui remplissent les exigences relatives aux procédures de notification et d'accès prévues par le Règlement 51-102 et le Règlement 54-101 et suivent ces procédures de communiquer les documents reliés aux procurations et les états financiers annuels aux actionnaires inscrits et véritables dans le cadre du régime de notification et d'accès, éliminant ainsi l'obligation d'obtenir le consentement écrit préalable des investisseurs à la remise de ces documents par voie électronique ou l'obligation d'obtenir une dispense auprès du directeur nommé en vertu de la LCSA. Nous prévoyons que cette modification sera accueillie favorablement par un grand nombre d'émetteurs et qu'elle permettra aux sociétés ouvertes constituées sous le régime fédéral de se prévaloir de ces procédures simplifiées et plus rentables pour communiquer les documents relatifs aux assemblées à leurs investisseurs.

3

LES ACVM SONGENT À RÉDUIRE LE FARDEAU RÉGLEMENTAIRE DES ÉMETTEURS

Le 6 avril 2017, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») ont publié le Document de consultation 51-404, *Considérations relatives à la réduction du fardeau réglementaire des émetteurs assujettis qui ne sont pas des fonds d'investissement*,

qui vise à circonscrire et à examiner les aspects de la législation en valeurs mobilières applicable aux émetteurs assujettis autres que des fonds d'investissement qui profiteraient d'une réduction de tout fardeau réglementaire indu, sans compromettre la protection des investisseurs ni l'efficacité des marchés des capitaux. Le document de consultation s'intéresse aux options envisagées pour réduire le fardeau réglementaire associé à la collecte de capitaux sur les marchés publics (c'est-à-dire les obligations relatives au prospectus) et aux coûts permanents engagés pour demeurer émetteur assujetti (c'est-à-dire les obligations d'information continue).

Le document de consultation des ACVM présente cinq options possibles pour réduire le fardeau réglementaire :

1. L'élargissement de l'application de la réglementation simplifiée aux petits émetteurs assujettis (à l'heure actuelle, seuls les émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX peuvent se prévaloir de cette réglementation simplifiée).
2. La réduction du fardeau imposé par les règlements sur les prospectus et le processus de placement.
3. L'assouplissement de certaines obligations d'information courante.
4. L'élimination du chevauchement d'obligations réglementaires aux termes du Règlement 51-102.
5. L'amélioration de la transmission électronique de documents.

Pour plus de détails au sujet des diverses propositions, voir le bulletin de Davies du 10 avril 2017 qui s'intitule *Les ACVM songent à réduire le fardeau réglementaire des émetteurs assujettis*⁷⁷.

La période de consultation devait prendre fin le 7 juillet 2017; toutefois, compte tenu des commentaires qu'elles ont reçus de plusieurs parties prenantes, les ACVM ont jugé qu'il serait dans l'intérêt des parties prenantes qu'elles bénéficient d'un délai supplémentaire pour examiner le document de consultation et formuler des commentaires. Par conséquent, la période de consultation a été prolongée jusqu'au 28 juillet 2017. Après avoir reçu tous les commentaires, les ACVM auront sans doute besoin d'un certain délai pour les examiner avant de pouvoir répondre; nous vous invitons donc à rester à l'affût de tout fait nouveau à ce sujet un peu plus tard cette année. Dans l'intervalle, il importe de noter que les ACVM ont envisagé à plusieurs occasions la possibilité

Quatre protocoles non contraignants définissent les rôles et les responsabilités des entités clés qui participent au processus de rapprochement des votes aux assemblées et contiennent des indications sur les processus opérationnels qui visent à accroître l'exactitude et la fiabilité du système de vote par procuration ainsi que la responsabilité des entités qui en sont chargées.

d'imposer une obligation d'information financière semestrielle, mais ne l'ont pas fait, malgré le débat en cours sur l'incidence de l'information trimestrielle sur la création de valeur à long terme. Compte tenu des nombreuses questions et des incidences contradictoires en jeu pour chacune des propositions susmentionnées, nous ne prévoyons aucune modification importante à court terme des obligations d'information des émetteurs de l'ordre de celles qui sont envisagées ci-dessus; cependant, étant donné que les ACVM continuent de s'intéresser à ces questions, les émetteurs et leurs conseillers juridiques devraient selon nous se tenir informés à cet égard.

4

LA CVMO PUBLIE DES PROTOCOLES DÉFINITIFS SUR L'INFRASTRUCTURE DU VOTE PAR PROCURATION EN VUE D'AMÉLIORER LE SYSTÈME

Des préoccupations au sujet des participants au marché et du fonctionnement du système de vote par procuration au Canada et aux États-Unis ont suscité beaucoup d'intérêt au cours des dernières années. En 2010, notre cabinet a publié un document de travail portant sur le système canadien du vote par procuration qui s'intitule *The Quality of the Shareholder Vote in Canada*⁷⁸. Le document décrit en détail la complexité du système de vote par procuration et soulève plusieurs lacunes dans celui-ci. Depuis la publication de ce document en 2010, des discussions sont en cours au sein du secteur du vote des actionnaires concernant la nécessité d'une réforme.

Compte tenu des failles qui ont été repérées, les ACVM ont entrepris au cours des dernières années de trouver des solutions afin d'assurer une plus grande exactitude, fiabilité et transparence de l'infrastructure du vote par procuration. Plus particulièrement, comme nous en avons discuté dans nos rapports sur la gouvernance des années antérieures, les ACVM travaillent en consultation avec des experts du secteur dans le but de régler les problèmes perçus dans l'infrastructure du vote par procuration, notamment des préoccupations concernant le survote ou les votes manquants, rejetés ou répartis au prorata, et l'absence de communication, de transparence et de système de rapprochement et de confirmation homogène des votes par procuration. Les travaux des ACVM sur ces questions ont donné lieu à la publication, en janvier 2017, de quatre protocoles non contraignants qui définissent les rôles et responsabilités des entités clés qui participent au processus de rapprochement des votes et contiennent des indications sur les processus opérationnels que ces entités devraient mettre en place afin d'accroître l'exactitude et la fiabilité du système de vote par procuration ainsi que la responsabilité des entités qui en sont chargées⁷⁹.

Les ACVM ont l'intention de superviser la mise en œuvre des protocoles par les principaux intervenants (qui est entièrement volontaire) au cours des périodes de sollicitation de procurations de 2017 et de 2018 et évalueront si des mesures réglementaires supplémentaires sont nécessaires.

Dans l'intervalle, il est évident que bien que les protocoles, s'ils sont adoptés par les entités clés qui prennent part au système de vote par procuration, puissent favoriser une plus grande cohérence dans les pratiques des compilateurs d'assemblées et des intermédiaires, il n'en demeure pas moins qu'aucune solution globale ne semble sur le point d'être trouvée afin de résoudre les problèmes décelés dans l'infrastructure du vote par procuration. Les émetteurs, à l'instar des investisseurs, peuvent encore s'attendre à devoir faire face à certains problèmes potentiels au chapitre de la compilation des votes par procuration qui sont susceptibles d'avoir des conséquences graves, notamment dans le cas des élections contestées où le vote est serré. Les présidents de conseils d'administration devraient s'assurer de bien comprendre les rouages du vote par procuration et de la compilation des votes autant dans le cas des assemblées contestées que dans le cas des assemblées non contestées, et de participer activement, notamment en se fondant, au besoin, sur l'avis des agences de sollicitation de procurations, afin de maximiser l'exactitude et la transparence du processus de vote par procuration.

5

LES DIRIGEANTS ET LES ADMINISTRATEURS POURRAIENT ENGAGER LEUR RESPONSABILITÉ PERSONNELLE EN CAS DE CONDUITE ABUSIVE : PISTES OFFERTES PAR LA COUR SUPRÊME DU CANADA

Les dirigeants et les administrateurs canadiens sont bien conscients du fait que la conduite qu'ils adoptent lorsqu'ils gèrent et supervisent la société fait l'objet d'une surveillance à plusieurs égards. L'un des risques que chaque dirigeant et chaque administrateur doit toujours garder à l'esprit est la possibilité que les décisions qu'il prend ou le rôle qu'il joue dans l'entreprise ou les affaires internes de la société soient considérés comme étant « abusif » (à savoir, qu'il viole les dispositions relatives aux « redressements pour abus » figurant dans la quasi-totalité des lois sur les sociétés canadiennes). Les allégations d'abus émanant de porteurs de titres ou de créanciers lésés ou d'autres plaignants « appropriés » sont le plus souvent soulevées contre des sociétés ou des actionnaires dominants. Si une demande est établie, habituellement lorsque le plaignant a réussi à démontrer que ses « attentes raisonnables » ont été frustrées par la société, l'actionnaire majoritaire ou le conseil, la cour possède un vaste pouvoir discrétionnaire pour élaborer un redressement approprié aux circonstances. Le redressement est

Les administrateurs et les dirigeants peuvent, dans certains cas, engager leur responsabilité personnelle pour conduite abusive.

habituellement accordé contre l'actionnaire responsable de l'abus, voire contre la société, mais les administrateurs et les dirigeants peuvent également, dans certains cas, engager leur responsabilité personnelle pour conduite abusive.

Les tribunaux canadiens ont imposé (bien que rarement) une responsabilité personnelle directe à des dirigeants et à des administrateurs dont la conduite s'était attirée les reproches de la cour. Dans un arrêt qu'elle a rendu récemment (*Wilson c Alharayeri*)⁸⁰, la Cour suprême du Canada (la « CSC ») a confirmé à l'unanimité qu'il était approprié de prononcer une ordonnance de redressement en cas d'abus contre une personne impliquée et a fourni des précisions sur les circonstances dans lesquelles une sanction personnelle pouvait être imposée.

La CSC mentionne clairement dans l'arrêt *Wilson* que le pouvoir discrétionnaire d'imposer la responsabilité personnelle pour conduite abusive doit être évalué au cas par cas (les faits en litige dans l'arrêt *Wilson* sont résumés brièvement ci-après). La Cour donne également des indications plus générales (et non exhaustives) qui pourraient se révéler utiles pour les dirigeants, les administrateurs et les conseillers juridiques d'entreprises dans la conduite des affaires de l'entreprise :

- **La mauvaise foi est plus susceptible d'engager la responsabilité personnelle.** Bien que l'inconduite volontaire ne soit pas une condition nécessaire pour conclure à l'existence d'une conduite abusive, les dirigeants ou les administrateurs qui ont agi de « mauvaise foi » sont plus susceptibles d'être tenus personnellement responsables que ceux qui peuvent démontrer qu'ils étaient motivés exclusivement par l'intérêt supérieur de la société.
- **Le fait de retirer un avantage personnel augmente le risque d'être tenu responsable.** Les dirigeants ou les administrateurs qui retirent un avantage personnel de la conduite qui leur est reprochée augmentent le risque d'être tenus personnellement responsables si leur conduite devait être jugée abusive, et ce, même s'ils ont agi de bonne foi.
- **Un rôle plus actif dans la conduite abusive est susceptible d'engager la responsabilité personnelle.** Le dirigeant ou l'administrateur qui joue un rôle prépondérant dans la commission de l'abus est davantage susceptible de se faire reprocher sa conduite que ne le serait un autre dirigeant ou un autre administrateur qui a joué un rôle moins important.
- **Certains types de conduite augmentent les risques.** La probabilité que la responsabilité personnelle soit imposée peut augmenter dans certains cas, par exemple lorsque la conduite abusive favorise et accroît le contrôle par le dirigeant ou l'administrateur impliqué; si la conduite du dirigeant ou de l'administrateur constitue un manquement à une de ses obligations personnelles ou un abus de sa part d'un pouvoir de la société; ou si l'imposition d'un redressement contre le dirigeant ou l'administrateur

permet d'éviter qu'un redressement soit imposé contre la société et, par le fait même, que les autres parties intéressées (innocentes) ne subissent un préjudice.

La décision rendue par la CSC dans l'arrêt *Wilson* s'articulait autour d'une allégation par un actionnaire minoritaire important selon laquelle quatre des sept administrateurs de la société s'étaient personnellement conduits de façon abusive en l'empêchant de participer à une conversion d'actions et au placement privé qui s'en est suivi, ce qui a entraîné une dilution de sa participation dans la société. Le fait que l'actionnaire minoritaire ait été exclu en raison de sa propre inconduite antérieure, alors qu'il était administrateur et président et chef de la direction de la société, ne pouvait être valablement soulevé pour justifier le traitement abusif qu'il avait subi. La CSC a conclu que seulement deux des quatre administrateurs défendeurs devaient être tenus personnellement responsables en raison du rôle actif qu'ils avaient joué pour empêcher le plaignant de convertir ses titres et du bénéfice personnel qu'ils avaient retiré de la conduite qui leur était reprochée. Les défendeurs ont été condamnés personnellement à payer au plaignant une indemnité d'un montant correspondant aux pertes qu'il avait subies.

En élaborant les principes de base qui seront suivis par les tribunaux à l'avenir, la CSC a confirmé qu'une ordonnance de redressement en cas d'abus pouvait valablement être prononcée contre un dirigeant ou un administrateur personnellement si 1) le dirigeant ou l'administrateur a été impliqué dans la conduite abusive et que 2) l'imposition de la responsabilité personnelle est « pertinente compte tenu de toutes les circonstances ». La CSC laisse entendre que cette seconde condition préalable pourrait être établie en fonction de plusieurs facteurs. Cette affaire constitue un rappel important de l'utilité du recours en cas d'abus dans plusieurs cas et de la nécessité pour les administrateurs et les membres de la direction d'établir les processus appropriés, avec le concours de leurs conseillers juridiques, lorsqu'ils évaluent ou mettent en œuvre des opérations ou des politiques qui sont susceptibles d'engendrer des conflits d'intérêts ou d'avoir des incidences différentes pour chacune des parties intéressées.

6

AVERTISSEMENT AUX CONSEILS D'ADMINISTRATION : LES AUTORITÉS SURVEILLENT DE PRÈS LES OPÉRATIONS AVEC UNE PERSONNE APPARENTÉE

La nécessité de former un comité indépendant et le rôle que celui-ci devrait jouer dans le cadre des opérations, de même que le but et la portée des attestations

Une ordonnance de redressement en cas d'abus peut valablement être prononcée contre un dirigeant ou un administrateur personnellement si 1) le dirigeant ou l'administrateur a été impliqué dans la conduite abusive et que 2) l'imposition de la responsabilité personnelle est « pertinente compte tenu de toutes les circonstances. »

d'équité ont beaucoup retenu l'attention au cours de la dernière année à la suite des décisions rendues par les tribunaux du Yukon, qui ont d'abord rejeté puis approuvé l'offre d'achat visant à la mainmise d'InterOil Corporation par ExxonMobil Corporation au moyen d'un plan d'arrangement ⁸¹. Pour des informations plus détaillées au sujet de l'affaire InterOil, voir nos bulletins qui s'intitulent *L'arrêt InterOil de la Cour d'appel du Yukon est fondé sur la dure et froide réalité de faits par ailleurs discutables et InterOil, prise 2 : un tribunal du Yukon réitère l'obligation de rémunérer les conseillers financiers à forfait* ⁸². En juillet 2017, le personnel des autorités en valeurs mobilières de l'Ontario, du Québec, de l'Alberta, du Manitoba et du Nouveau-Brunswick a publié un avis (l'« avis ») concernant le rôle du conseil d'administration et du comité spécial, les processus qu'ils devraient adopter et leurs obligations d'information dans le cadre d'opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts ⁸³. L'avis se révèle utile puisqu'il fournit des recommandations claires et mûries à l'égard des exigences du *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* (le « Règlement 61-101 ») et du rôle que doivent jouer les comités spéciaux dans le cadre de telles opérations, ainsi qu'à l'égard de l'utilisation des attestations d'équité et de l'information qui devrait être communiquée relativement à celles-ci.

L'avis s'applique seulement à un sous-ensemble d'opérations visées par le Règlement 61-101, soit les opérations qui soulèvent des préoccupations importantes au sujet de la protection des porteurs minoritaires. Il s'agit d'« opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important » (par exemple, une offre d'achat faite par un initié, une offre publique de rachat, un regroupement d'entreprises ou une opération avec une personne apparentée), que le personnel des autorités en valeurs mobilières examinera activement en temps réel pendant qu'elles sont en cours.

Le Règlement 61-101 rend obligatoire la création d'un comité spécial composé d'administrateurs indépendants uniquement dans le cas d'une offre publique d'achat faite par un initié. Toutefois, le personnel estime, dans l'avis, qu'il est souhaitable de former un tel comité pour *toutes* les opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important.

En résumé, le personnel considère qu'un comité spécial bien géré se reconnaît à ce qui suit :

- il est formé tôt dans le processus (et peut dans certains cas être appelé à jouer un rôle actif dans le cadre de la négociation de l'opération au tout début);
- un mandat large et fort qui lui permet notamment de considérer les opérations de rechange ou de maintenir le statu quo;

Le personnel estime, dans l'avis, qu'il est souhaitable de former un comité spécial composé d'administrateurs indépendants pour toutes les opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important.

- la possibilité d'exclure les personnes non indépendantes des délibérations qui mènent à la prise de décisions;
- la possibilité de retenir les services de conseillers indépendants;
- la capacité de superviser ou de mener directement des négociations;
- la tenue efficace des dossiers;
- la conduite non coercitive des parties intéressées.

De plus, si une attestation d'équité est demandée, le personnel rappelle aux comités spéciaux qu'ils ne peuvent substituer le jugement des conseillers à leur propre jugement pour établir le bien-fondé d'une opération et fournit d'autres indications aux conseils et aux comités sur les ententes financières, les méthodes utilisées et l'information qui doit être communiquée relativement aux attestations d'équité.

Pour plus de détails à ce sujet, voir notre bulletin du 31 juillet 2017 qui s'intitule *Avertissement aux conseils : les autorités surveillent de près les opérations avec une personne apparentée*⁸⁴. Bien que l'avis n'aborde pas la question des nombreuses opérations de fusions et acquisitions qui ne sont pas visées par le Règlement 61-101, mais qui peuvent néanmoins donner lieu à une apparence de conflit d'intérêts, il fournit des indications plus générales. Le personnel souligne l'importance pour les conseils d'obtenir, dans le cas de toute opération susceptible de donner lieu à un conflit d'intérêts, un avis de leurs conseillers juridiques au sujet de leurs obligations et de leurs responsabilités rapidement afin de s'assurer que les bons processus de gouvernance soient en place. Les conseils devraient également faire preuve de prudence et envisager de suivre les recommandations qui figurent dans l'avis afin d'établir les meilleures procédures et pratiques d'information et les meilleurs conseils à obtenir dans le cadre d'autres opérations susceptibles de donner lieu à un conflit d'intérêts.

7

LA COUR D'APPEL DE L'ONTARIO MAINTIEN UNE CONDAMNATION POUR COMLOT EN VUE D'OFFRIR DES POTS-DE-VIN À DES AGENTS PUBLICS ÉTRANGERS

Comme nous le mentionnions dans notre *Rapport de Davies sur la gouvernance 2014*⁸⁵, en mai 2014, Nazir Karigar a été condamné à trois ans d'emprisonnement en vertu de la *Loi sur la corruption d'agents publics étrangers* (Canada) (la « LCAPE ») pour son rôle dans un stratagème visant à offrir des pots-de-vin à des fonctionnaires de l'Inde pour le compte d'une société de technologies canadienne. C'était la première fois qu'un particulier était reconnu coupable en vertu de la LCAPE.

L'affaire *Karigar* rappelle aux conseils et aux membres de la direction les incidences potentiellement graves d'allégations et de condamnations en matière de corruption, ainsi que l'importance d'avoir en place un programme global en matière de conformité à la législation anticorruption.

La condamnation de M. Karigar était sans précédent, non seulement en raison de la durée de sa peine d'emprisonnement, mais également parce qu'il a été déclaré coupable sur un chef de complot en vue d'offrir des pots-de-vin : le ministère public n'a pas démontré que des pots-de-vin avaient bel et bien été versés, et le contrat en question n'a finalement jamais été accordé à la société que représentait M. Karigar. Cette affaire rappelle aux conseils et aux membres de la direction les incidences potentiellement graves d'allégations et de condamnations aux termes de la LCAPE et de la législation correspondante à l'extérieur du Canada, ainsi que l'importance d'avoir en place un programme global en matière de conformité à la législation anticorruption.

Le 6 juillet 2017, la Cour d'appel de l'Ontario a maintenu la condamnation de M. Karigar et a confirmé que la preuve d'un complot en vue d'offrir un pot-de-vin à un agent public étranger suffit à établir qu'une infraction a été commise en vertu de la LCAPE.

L'affaire Karigar, de même que d'autres enquêtes et procédures en matière de corruption qui ont été entreprises au Canada et à l'étranger au cours des dernières années, illustre les lourdes conséquences que peuvent avoir des allégations et des condamnations aux termes de ces lois. Nous continuons de recommander aux conseils d'adopter et de mettre en œuvre diverses tactiques dans le cadre d'une stratégie anticorruption plus vaste afin de protéger leurs sociétés contre l'impact potentiellement dévastateur d'infractions à cet égard. Pour plus d'information sur les lois anticorruption et les enquêtes en matière de corruption au Canada, ainsi que les mesures que les émetteurs peuvent prendre afin d'atténuer le risque de corruption, voir le *Rapport de Davies sur la gouvernance 2016* et le *Rapport de Davies sur la gouvernance 2015* ⁸⁶.

Pour plus de détails sur l'affaire *Karigar*, voir notre bulletin du 19 juillet 2017 qui s'intitule *La Cour d'appel de l'Ontario maintient une condamnation pour complot en vue d'offrir des pots-de-vin à des agents publics étrangers* ⁸⁷. La Cour d'appel de l'Ontario cautionne ainsi une interprétation large de la LCAPE qui, combinée à la durée de la peine imposée par le juge de première instance, rappelle que le gouvernement canadien prend la lutte contre la corruption d'agents publics étrangers par des Canadiens très au sérieux. Les entreprises canadiennes et internationales ont tout intérêt à adopter des politiques en matière de conformité appropriées à la législation anticorruption.

Base de données et méthodologie

L'analyse quantitative figurant dans le présent rapport est fondée sur des données fournies par ISS Corporate Solutions, Inc. et tirées des circulaires de sollicitation de procurations par la direction de 2017 déposées par 374 émetteurs inscrits à la Bourse de Toronto (la « TSX ») qui, au 31 mai 2017, faisaient partie de l'indice composé S&P/TSX ou de l'indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX, ou des deux. Au total, 1 500 émetteurs sont inscrits à la cote de la TSX. Bien que les 374 émetteurs de l'indice composé ou de l'indice des titres à petite capitalisation sur lesquels porte notre étude ne représentent que 25 % de l'ensemble des émetteurs inscrits à la TSX, ils comptent pour 81 % de la capitalisation boursière totale de la TSX ⁸⁸.

Voici la description des indices dont il est question dans le présent rapport.

Indice composé : L'indice composé S&P/TSX (appelé indice composé) suit la performance des actions ordinaires et des parts de fiducie de revenu de 250 émetteurs. Il est l'« indice des manchettes » ainsi que la principale mesure de performance pour les marchés boursiers du Canada. Étant donné que 5 des 250 émetteurs de l'indice composé n'avaient pas publié de circulaire de sollicitation de procurations pour la période visée par le présent rapport, notre analyse porte sur 245 sociétés de l'indice composé.

Il est aussi question de deux composantes de l'indice composé dans le présent rapport :

- **TSX 60 :** l'indice S&P/TSX 60 (appelé TSX 60) est un sous-ensemble de l'indice composé et comprend les 60 émetteurs ayant la plus importante capitalisation boursière du Canada.
- **Indice complémentaire :** l'indice complémentaire S&P/TSX (appelé indice complémentaire) correspond à l'indice composé dont sont exclus les émetteurs du TSX 60. Il comprend 190 émetteurs. (Notre analyse ne porte que sur 185 des émetteurs de l'indice complémentaire, car, comme il est indiqué ci-dessus, 5 émetteurs n'avaient pas publié de circulaire de sollicitation de procurations pour la période visée.)

Indice des titres à petite capitalisation : l'indice des titres à petite capitalisation S&P/TSX (appelé indice des titres à petite capitalisation) comprend 192 émetteurs, dont 62 sont compris dans l'indice composé puisque leur capitalisation boursière répond également aux critères d'admissibilité à celui-ci ⁸⁹. (Notre analyse ne porte que sur 191 des émetteurs de l'indice des sociétés à petite capitalisation, car un émetteur n'avait pas publié de circulaire de sollicitation de procurations.)

Le nombre d'émetteurs et les titres constitutifs des deux indices utilisés aux fins de notre étude changent périodiquement. Ce facteur peut, dans certains cas, avoir une incidence sur la comparaison des données d'une année à l'autre.

Lorsque nous renvoyons à une loi régissant les sociétés dans le présent rapport, il s'agit, sauf indication contraire, de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*.

Collaborateurs



La rédaction du présent rapport et les recherches préalables sont un projet annuel de Davies Ward Phillips & Vineberg S.E.N.C.R.L., s.r.l., et non des travaux exécutés pour un client ou un tiers en particulier. On ne doit pas considérer l'information contenue dans le présent rapport comme un conseil juridique.



William M. Ainley
Toronto



Anthony Alexander
Toronto



Jessica Bullock
Toronto



Rachel Charney
New York



Olivier Désilets
Montréal



Scott D. Fisher
New York



Ivana Gotzeva
Toronto



Jennifer F. Longhurst
Toronto



Jeffrey Nadler
New York



Patricia L. Olasker
Toronto



Poonam Puri
Toronto



Franziska Ruf
Montréal

Personnes-ressources



Si vous souhaitez discuter de questions abordées dans le présent rapport ou si vous désirez un complément d'information, veuillez communiquer avec l'une des personnes suivantes ou visitez notre site Web au www.dwpv.com.

BUREAU DE MONTRÉAL



Franziska Ruf
fruf@dwpv.com
514.841.6480



Olivier Désilets
odesilets@dwpv.com
514.841.6561

BUREAU DE TORONTO



Patricia L. Olasker
polasker@dwpv.com
416.863.5551

BUREAU DE NEW YORK



Jeffrey Nadler
jnadler@dwpv.com
212.588.5505

Notes

Introduction et aperçu

- 1 Pour obtenir d'autres renseignements, visitez le <http://www.governanceprinciples.org/> (en anglais) et le <http://www.fcltglobal.org/> (en anglais).

Se préparer aux changements climatiques : tendances en matière de définition, de gestion et de communication des risques

- 2 Voir le *Rapport de Davies sur la gouvernance 2016*, en ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights#/article/Publications/2016/Davies-Governance-Insights-2016>; le *Rapport de Davies sur la gouvernance 2015*, en ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights#/article/Publications/2015/Davies-Governance-Insights-2015>; et le *Rapport de Davies sur la gouvernance 2014*, en ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights#/article/Publications/2014/Davies-Governance-Insights-2014>.
- 3 Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, « Climate Change: Separating the Real Risks for Investors from the Noise », en ligne au <https://www.otpp.com/documents/10179/20936/-/7726319b-b1cf-4bbc-8775-7e3c6f28a858/Separating+the+Real+Risks+for+Investors+from+the+Noise.pdf> (en anglais). Voir également Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, « Changements climatiques », en ligne au <https://www.otpp.com/fr/investments/responsible-investing/perspectives/climate-change>.
- 4 RBC Gestion mondiale d'actifs, « Démarche d'investissement responsable » (janvier 2016), en ligne au <http://www.rbcgma.com/gouvernance-et-investissement-responsable/pdf/approach-to-responsible-investment-july-2015-f.pdf>.
- 5 Investissements PSP, « Investir de façon responsable - Rapport sur l'investissement responsable 2017 » (2017), en ligne au <http://rapportinvestissementresponsable.investpsp.com/assets/medias/pdf/PSP-RIR-2017-complet.pdf>.
- 6 Climate Disclosure Standards Board, « Climate Change Reporting Framework: Advancing and Aligning Disclosure of Climate Change-Related Information in Mainstream Reports » (octobre 2012), en ligne au http://www.cdsb.net/sites/cdsbnet/files/cdsb_climate_change_reporting_framework_edition_1.1.pdf (en anglais).
- 7 Pour obtenir d'autres renseignements, consulter le site <http://www.un.org/sustainabledevelopment/fr/objectifs-de-developpement-durable/>.
- 8 Securities and Exchange Commission, « Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change » (8 février 2010) (en anglais).
- 9 Mindy S. Lubber, « While the SEC Ignores Climate Change Risks, Others Step Up », *Huffington Post* (11 avril 2016) (en anglais).
- 10 Alimentation Couche-Tard Inc., « Alimentation Couche-Tard annonce ses résultats du premier trimestre de l'exercice 2018 » (6 septembre 2017).
- 11 Federal Court of Australia, avis de dépôt (8 août 2017), en ligne au [http://envirojustice.org.au/sites/default/files/files/170807%20Concise%20Statement%20\(as%20filed\).pdf](http://envirojustice.org.au/sites/default/files/files/170807%20Concise%20Statement%20(as%20filed).pdf) (en anglais).
- 12 Lisa Anne Hamilton, « Latest Red Flag for Investors: Climate Lawsuit for the Commonwealth Bank of Australia », Center for International Environmental Law (15 août 2017), en ligne au <http://www.ciel.org/latest-red-flag-investors-climate-lawsuit-commonwealth-bank-australia/> (en anglais).
- 13 Voir <http://www.barrick.com/responsibility/environment/energy-climate-change/default.aspx> (en anglais).
- 14 Gold Fields Limited, « Climate Change Policy Statement » (février 2017), en ligne au <https://www.goldfields.co.za/pdf/about-us/corporate-governance/standards-and-principles/policies/climate-change-policy.pdf> (en anglais); Vale SA, « Climate Change Mitigation and Adaptation Policy (GLOBAL) » (2012), en ligne au <http://www.vale.com/EN/aboutvale/sustainability/links/LinksDownloadsDocuments/climate-change-mitigation-and-adaptation-policy.pdf> (en anglais); Newmont Mining Corporation, « Beyond the Mine: Our 2016 Social and Environmental Performance » (2016), en ligne au <http://sustainabilityreport.newmont.com/2016/> (en anglais).

Interaction entre le conseil et les actionnaires en plein essor

- 15 Coalition canadienne pour une bonne gouvernance, « Stewardship Principles » (mai 2017), en ligne au http://admin.yourwebdepartment.com/site/ccgg/assets/pdf/stewardship_principles_public.pdf (en anglais).
- 16 Ernst & Young, « EY Center for Board Matters: 2017 proxy season review » (juin 2017), en ligne au [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-2017-proxy-season-review/\\$File/ey-2017-proxy-season-review.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-2017-proxy-season-review/$File/ey-2017-proxy-season-review.pdf) (en anglais).
- 17 PricewaterhouseCoopers s.r.l./s.e.n.c.r.l., « 2016 Annual Corporate Directors Survey: The swinging pendulum: Board governance in the age of shareholder empowerment » (octobre 2016), en ligne au <https://www.pwc.com/us/en/corporate-governance/annual-corporate-directors-survey/assets/pwc-2016-annual-corporate-directors-survey.pdf> (en anglais).
- 18 Legal & General Investment Management, « 2016 Corporate Governance Report: Active ownership: Positive engagement to enhance long-term value » (2016), en ligne au http://www.lgim.com/library/capabilities/CG_Annual_Report_2016-full.pdf (en anglais).
- 19 *Ibid.*
- 20 *Supra* note.
- 21 Voir l'Institut des administrateurs de sociétés, « ICD Guidance for Director-Shareholder Engagement » (mars 2016), en ligne au https://www.icd.ca/getmedia/b2bf5cc8-324d-4b5c-842f-1af40026fe5b/ICD_Engagement_Paper_EN.pdf.aspx (en anglais); Coalition canadienne pour une bonne gouvernance, « Engagement with Shareholders » (septembre 2010), en ligne au http://www.ccgg.ca/site/ccgg/assets/pdf/model_policy_on_engagement_with_shareholders.pdf (en anglais); Shareholder-Director Exchange des États-Unis, « Shareholder-Director Exchange Protocol » (2014), en ligne au <http://www.sdxprotocol.com/what-is-the-sdx-protocol/> (en anglais).

Les investisseurs se font entendre : propositions d'actionnaires, propositions de candidats aux postes d'administrateur et demandes de convocation d'assemblées

- 22 En ligne au https://www.dwpv.com/-/media/Files/PDF_FR/2016/Davies-Governance-Insights-2016-FR.ashx?la=fr.
- 23 *Ibid.*
- 24 Coalition canadienne pour la bonne gouvernance, « CCCG Policy: Shareholder Involvement in the Director Nomination Process: Enhanced Engagement and Proxy Access » (mai 2015) (en anglais).
- 25 Projet de loi 101, *Loi de 2017 visant à accroître les droits des actionnaires* (Les « modifications de la LSAO »). Les modifications de la LSAO ont été débattues en mars 2017 au cours de la deuxième lecture à l'Assemblée législative de l'Ontario. Le projet de loi a été critiqué en raison des changements fondamentaux qui sont proposés, de ses incidences involontaires potentielles et de son incompatibilité avec la réglementation en vigueur en matière de valeurs mobilières. Au moment de rédiger le présent rapport, les modifications de la LSAO avaient été renvoyées au Comité permanent des finances et des affaires économiques pour examen.
- 26 Si elles sont adoptées, les modifications de la LSAO réduiraient le seuil de propriété d'actions nécessaire aux actionnaires de sociétés constituées en vertu de la LSAO pour demander la convocation d'une assemblée, actuellement de 5 % des actions comportant droit de vote, pour le ramener à 3 % de ces actions.
- 27 LCSA, art. 143.
- 28 Voir l'affaire *Wells v Bioniche Life Sciences Inc.*, 2013 ONSC 4871 (C.S.J. Ont.) (en anglais) et l'affaire *Marks v Intrinsyc Software International*, 2013 ONSC 727 (C.S.J. Ont.) (en anglais).
- 29 2017 ONSC 3083 (C. div. Ont.) (en anglais), infirmant 2016 ONSC 7345 (C.S.J. Ont.) (en anglais).

Activisme actionnarial et courses aux procurations : tendances actuelles et évolution du contexte juridique

- 30 Ces données sur les courses aux procurations ont été fournies par Kingsdale Advisors.
- 31 *Eco Oro Minerals Corp. (Re)*, (2017) 40 OSCB 5321 (*Eco Oro*) (en anglais).

- 32 *Re Hecla Mining*, 2016 BCSECCOM 359 (en anglais) et *Re Hecla Mining Company*, (2016), 39 OSCB 8927 (en anglais).
- 33 *PointNorth Capital Inc. (Re)*, 2017 ABASC 121 (en anglais).
- 34 Voir la pièce 99.1 du Formulaire 8-K que CSX a déposé auprès de la SEC le 15 février 2017, en ligne au https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/277948/000095010317001453/dp73030_ex9901.htm (en anglais).
- 35 M. Ward a démissionné de son poste de chef de la direction et de président du conseil de CSX. M. Harrison l'a remplacé au poste d'administrateur (et de chef de la direction). En conséquence, le nombre de membres du conseil de CSX a augmenté de seulement quatre administrateurs.
- 36 Plus particulièrement, les actionnaires de CSX voteraient sur l'opportunité pour CSX (i) de rembourser à MRG la partie du coût de libération des obligations que cette dernière avait déjà payée à M. Harrison et (ii) de prendre en charge l'obligation de payer à M. Harrison le solde du coût de libération des obligations que lui devait MRG.
- 37 *Supra* note 30.
- 38 En ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights#/article/Publications/2017/Shareholder-Activism-and-Proxy-Contests-Issues-and-Trends>.

Manque de diversité au sein des sociétés ouvertes canadiennes : principales tendances et mesures à prendre pour diversifier davantage l'équipe dirigeante

- 39 Voir le *Rapport de Davies sur la gouvernance 2016*, en ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights#/article/Publications/2016/Davies-Governance-Insights-2016>; le *Rapport de Davies sur la gouvernance 2015*, en ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights#/article/Publications/2015/Davies-Governance-Insights-2015>; le *Rapport de Davies sur la gouvernance 2014*, en ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights#/article/Publications/2014/Davies-Governance-Insights-2014>; et le *Rapport de Davies sur la représentation des femmes au conseil d'administration*, en ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights#/article/Publications/2014/Davies-Insights-Women-on-Boards>.
- 40 ISS Governance Insights, « More Women in the Boardroom, But Not in Charge » (23 juin 2017) (en anglais).
- 41 *Avis multilatéral 58-308 du personnel des ACVM Examen du personnel sur les femmes aux postes d'administrateurs et de membres de la haute direction - Conformité au Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance* (28 septembre 2016).
- 42 En 2014 et en 2015, Google a dépensé plus de 264 millions de dollars pour promouvoir la diversité et l'inclusion, mais les femmes ne représentent toujours qu'environ 31 % de la main-d'œuvre de Google et environ 20 % du personnel technique; Christopher Mims, « What the Google Controversy Misses: The Business Case for Diversity; Google memo assumes Silicon Valley is already a meritocracy, but true meritocracies require diversity », *The Wall Street Journal* (13 août 2017), en ligne au <http://www6.lexisnexis.com/publisher14> (en anglais).
- 43 Catherine Ashcraft, Brad McLain et Elizabeth Eger, « Women in Tech: The Facts », National Center for Women & Information Technology (2016), en ligne au https://www.ncwit.org/sites/default/files/resources/womenintech_facts_fullreport_05132016.pdf, 6 (en anglais); Dominique Dionne-Simard, Diane Galarneau et Sébastien LaRoche-Côté, « Regards sur la société canadienne : les femmes dans les professions scientifiques au Canada », Statistique Canada (2016), en ligne au <http://www.statcan.gc.ca/pub/75-006-x/2016001/article/14643-fra.htm>.
- 44 State Street Global Advisors, « Enhancing Gender Diversity on Boards » (7 mars 2017), en ligne au <https://www.ssga.com/na/ca/permitted-client/en/investment-goals/environmental-social-governance-esg/enhancing-gender-diversity-on-boards.html> (en anglais).
- 45 « Tired of «male, pale and stale» on corporate boards, investors are pushing for diversity », *Financial Post* (9 mars 2017), en ligne au <http://business.financialpost.com/executive/tired-of-male-pale-and-stale-on-corporate-boards-pale-investors-are-pushing-for-diversity/wcm/63698a33-7369-49dc-bc36-9249144ac103> (en anglais).

- 46 Advisory Committee on Small and Emerging Companies de la SEC, « Recommendation Regarding Disclosure of Board Diversity » (16 février 2017) (en anglais).
- 47 Ning Chiu, « Congressional Lawmakers Push SEC Chairman to Focus on Board Diversity Disclosure », Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation (6 juillet 2017), en ligne au <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/06/congressional-lawmakers-push-sec-chairman-to-focus-on-board-diversity-disclosure/> (en anglais).

Levée de boucliers des investisseurs face aux PAPE de sociétés à deux catégories d'actions

- 48 Le Council of Institutional Investors a publié la liste des sociétés américaines dotées de structures à deux catégories d'actions qui composent l'indice Russell 3000, en ligne au [http://www.cii.org/files/3_17_17_List_of_DC_for_Website\(1\).pdf](http://www.cii.org/files/3_17_17_List_of_DC_for_Website(1).pdf) (en anglais).
- 49 L'Office d'investissement du régime de pensions du Canada, « Principes et directives de vote par procuration » (10 novembre 2016), 13, en ligne au http://www.cppib.com/documents/1465/ProxyVoting_Principles_and_Guidelines_Nov2016FR.pdf.
- 50 *Ibid.*
- 51 *Ibid.*
- 52 Coalition canadienne pour une bonne gouvernance, « Dual Class Share Policy » (septembre 2013), en ligne au http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/dual_class_share_policy.pdf (en anglais).
- 53 Council of Institutional Investors, « Dual-Class Stock », diverses ressources en ligne au http://www.cii.org/dualclass_stock (en anglais). Voir également Ross Kerber, « U.S. investor group urges halt to dual-class structures in IPOs » (23 mars 2016), Reuters, en ligne au <http://www.reuters.com/article/us-usa-ipo-votingrights-idUSKCNOWP1QQ> (en anglais).
- 54 Lettre du Council of Institutional Investors adressée à Snap Inc., « Re: Proposed Multi-Class Structure for post-IPO Snap Inc. » (3 février 2017), en ligne au http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2017/02_03_17_SNAP_IPO.pdf (en anglais).
- 55 Investor Stewardship Group, « Corporate Governance Principles for US Listed Companies » (2017), en ligne au <https://www.isgframework.org/corporate-governance-principles/> (en anglais).
- 56 Enoch Yiu, « Multiple-market structure can help attract start-ups, says London Stock Exchange chief », South China Morning Post (17 novembre 2016), en ligne au <http://www.scmp.com/business/companies/article/2046948/multiple-markets-can-help-attract-start-ups-says-london-stock> (en anglais).

Problématiques et tendances concernant la rémunération : les actionnaires continuent de donner leur avis sur les pratiques de rémunération tous les ans pendant que la rémunération de la haute direction augmente

- 57 Craig Wong, « Advocates urge "say-on-pay" votes for execs as annual meeting season heats up » *The Toronto Star* (24 avril 2017), en ligne au <https://www.thestar.com/news/world/2017/04/24/advocates-urge-say-on-pay-votes-for-exec-s-as-annual-meeting-season-heats-up.html> (en anglais).
- Voir également Coalition canadienne pour une bonne gouvernance (CCGG). Dans un mémoire adressé à la CVMO pour commenter l'énoncé de priorités pour l'exercice 2016-2017 de la CVMO, la CCGG a prié la CVMO de se donner comme priorité de rendre obligatoire le vote consultatif annuel sur la rémunération pour tous les émetteurs inscrits à la TSX ou à la TSXV. La CCGG a fait remarquer que le Canada est un des rares pays développés où le vote consultatif sur la rémunération n'est pas obligatoire et qu'exiger un tel vote serait conforme à la priorité déclarée de la CVMO de mieux s'aligner sur les normes internationales pour parvenir à des solutions réglementaires qui répondent aux besoins du marché et des participants de l'Ontario. Voir également Coalition canadienne pour une bonne gouvernance, « Re: Ontario Securities Commission ("OSC") Draft 2016-2017 Statement of Priorities » (25 avril 2016), en ligne au http://admin.yourwebdepartment.com/site/ccgg/assets/pdf/OSC_Draft_2016-2017_Statement_of_Priorities.pdf (en anglais).
- 58 Department for Business, Energy & Industrial Strategy et le Très honorable député Greg Clark, « Business Secretary Greg Clark has set out the government's corporate governance reforms to enhance the public's trust in business » (29 août 2017), en ligne au <https://www.gov.uk/government/news/world-leading-package-of-corporate-governance-reforms-announced-to-increase-boardroom-accountability-and-enhance-trust-in-business> (en anglais).
- 59 Source : Base de données *Voting Analytics* d'ISS.

- 60 Bombardier Inc., « Rapport sur les résultats du vote conformément au paragraphe 11.3 du Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue (Règlement 51-102) » (11 mai 2017), en ligne sur SEDAR au <http://www.sedar.com/DisplayProfile.do?lang=FR&issuerType=03&issuerNo=00001177>.
- 61 Nicole Thompson et Morgan Lowrie, « Bombardier Inc. executives defer half of their \$32.6 million compensation after uproar over pay hike », *Financial Post* (3 avril 2017), en ligne au <http://business.financialpost.com/news/transportation/bombardier-inc-executives-defer-half-of-their-32-6-million-compensation-after-uproar-over-pay-hike> (en anglais). Voir aussi Bombardier Inc., « Le chef de la direction de Bombardier demande d'ajuster la rémunération prévue pour 2016 des membres de la haute direction de la Société » (2 avril 2017), en ligne au <http://www.bombardier.com/fr/media/nouvelles/detail.binc-20170402-bombardiers-chief-executive-officer-makes-statement.bombardier.com.html?>
- 62 Council of Institutional Investors, « Say-on-Pay Frequency: A Fresh Look » (décembre 2016), en ligne au http://www.cii.org/files/publications/misc/12_22_16_SOP_Frequency_Report_Formatted.pdf (en anglais).
- 63 Institutional Shareholder Services, Inc., « United States 2017: Proxy Season Review: Compensation » (7 septembre 2017) (en anglais).
- 64 Institutional Shareholder Services Inc., « 2016-2017 ISS Global Policy Survey: Summary of Results » (29 septembre 2016), en ligne au <https://www.issgovernance.com/file/policy/2016-2017-iss-policy-survey-results-report.pdf> (en anglais).
- 65 *Ibid.*, note 7.
- 66 Ira Kay (associé directeur chez Pay Governance LLC), « Did Say-on-Pay Reduce or 'Compress' CEO Pay? », Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation (27 mars 2017), en ligne au <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/03/27/did-say-on-pay-reduce-or-compress-ceo-pay/> (en anglais).
- 67 Korn Ferry Institute, « Korn Ferry Hay Group 2016/2017 CEO Compensation Study » (24 mai 2017), en ligne au <https://www.kornferry.com/institute/korn-ferry-hay-group-2016-2017-ceo-compensation-study> (en anglais).
- 68 En ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights/Publications/2016/Davies-Governance-Insights-2016>.

L'« élection à la majorité véritable » serait-elle imminente?

- 69 Projet de loi C-25, *Loi modifiant la Loi canadienne sur les sociétés par actions, la Loi canadienne sur les coopératives, la Loi canadienne sur les organisations à but non lucratif et la Loi sur la concurrence* (les « modifications visant la LCSA »).
- 70 Projet de loi 101, *Loi de 2017 visant à accroître les droits des actionnaires* (les « modifications visant la LSAO »).
- 71 « Endeavour Silver Completes Review of Director's AGM Election Status », communiqué d'Endeavour Silver Corp. (12 juin 2017).
- 72 Avis du personnel 2017-0001 de la TSX (9 mars 2017), en ligne au http://tmx.complinet.com/fr/display/display.html?rbid=2077&element_id=1494.

Autres questions et tendances importantes en matière de gouvernance

- 73 En ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights#/article/Publications/2016/Davies-Governance-Insights-2016>. Voir aussi : <https://www.dwpv.com/fr/Insights#/article/Publications/2015/Davies-Governance-Insights-2015>.
- 74 En ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights#/article/Publications/2015/Davies-Governance-Insights-2015>.
- 75 *Orange Capital, LLC v Partners Real Estate Investment Trust*, 2014 ONSC 3793 (Ont. SCJ) (en anglais).
- 76 Avis du personnel de la TSX 2017-0001 (9 mars 2017), en ligne au http://tmx.complinet.com/fr/display/display.html?rbid=2077&element_id=1494.
- 77 En ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights#/article/Publications/2017/The-CSA-Considers-Reducing-Regulatory-Burdens-for-Reporting-Issuers>.
- 78 En ligne au <https://www.dwpv.com/Sites/shareholdervoting/media/The-Quality-of-the-Shareholder-Vote-in-Canada.pdf> (en anglais).
- 79 Avis 54-305 du personnel des ACVM, *Protocoles concernant le rapprochement des votes établis en vue d'une assemblée* (26 janvier 2017), en ligne au <https://lautorite.gc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2017/2017janv26-54-305-avis-acvm-fr.pdf>.

- 80 *Wilson c. Alharayeri*, 2017 CSC 39 (*Wilson*).
- 81 *Re InterOil Corporation*, 2017 YKSC 16 (en anglais); *Re InterOil Corporation v Mulacek*, 2016 YKCA 14 (en anglais); *Re InterOil Corporation v Mulacek*, 2016 YKSC 54 (en anglais).
- 82 Davies, « L'arrêt *InterOil* de la Cour d'appel du Yukon est fondé sur la dure et froide réalité de faits par ailleurs discutables » (2 décembre 2016), en ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights#/article/Publications/2016/Yukon-Appeal-Courts-InterOil-Decision-Based-on-Cold-Hard-and-Questionable-Facts>; Davies, « *InterOil*, prise 2 : Un tribunal du Yukon réitère l'obligation de rémunérer les conseillers financiers à forfait » (3 mars 2017), en ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights#/article/Publications/2017/InterOil-Take-2>.
- 83 Avis multilatéral 61-302 du personnel des ACVM, *Examen du personnel et commentaires sur le Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* (27 juillet 2017), en ligne au <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilières/0-avis-acvm-staff/2017/2017juillet27-61-302-avis-acvm-fr.pdf>.
- 84 En ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights#/article/Publications/2017/Boards-Beware-Regulators-Actively-Monitoring-Related-Party-Transactions>.
- 85 En ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights#/article/Publications/2014/Davies-Governance-Insights-2014>.
- 86 *Supra* note 73.
- 87 En ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights/Publications/2017/Ontario-Court-of-Appeal-Upholds-Conviction-for-Conspiracy-to-Bribe-Foreign-Public-Officials>.

Base de données et méthodologie

- 88 Au 31 mai 2017, selon des données fournies par Market Intelligence Group.
- 89 Pour être admissible à l'indice composé, l'émetteur doit, au moment où son admissibilité est déterminée, a) représenter une pondération d'au moins 0,05 % de l'indice et b) avoir un cours moyen pondéré en fonction du volume de son action d'au moins un dollar. Pour être admissible à l'indice des titres à petite capitalisation, l'émetteur doit avoir une capitalisation boursière d'au moins 100 millions de dollars, mais d'au plus 1,5 milliard de dollars.

Montréal

1501, avenue McGill College
26^e étage
Montréal (Québec) 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