

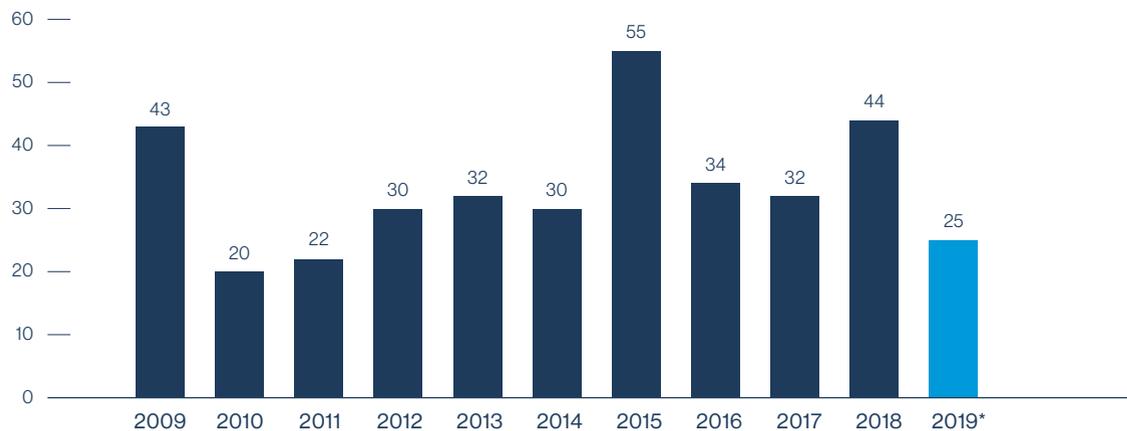
L'activisme actionnarial : tendances et faits nouveaux importants en 2019

Même si, comparativement à 2018, moins de courses aux procurations se sont déroulées à ce jour en 2019 au Canada, dans certains secteurs, dont celui des ressources, leur nombre a augmenté pour atteindre des niveaux inégalés depuis 2015. Nous avons également observé un certain nombre de faits nouveaux importants qui pourraient, dans certains cas, être révélateurs de tendances plus générales dans la stratégie utilisée dans les courses aux procurations. Nous traitons dans le présent chapitre de deux faits nouveaux majeurs survenus en 2019 : l'intervention accrue des actionnaires institutionnels dans les situations contestées et l'utilisation croissante de formulaires de procuration universels par les activistes. En outre, cette année, les participants au marché ont obtenu les mesures réglementaires tant attendues en réponse aux préoccupations concernant la rémunération versée aux courtiers démarcheurs (ou l'« achat de votes ») dans le cadre de courses aux procurations. Nous nous penchons sur ce point, ainsi que sur une décision récente de la Cour suprême de la Colombie-Britannique, selon laquelle les controverses relatives aux procurations devraient être tranchées en faveur de la facilitation du droit de vote des actionnaires. Nous concluons notre examen par des conseils pratiques à l'intention des émetteurs et des activistes qui se préparent à la période de sollicitation de procurations de 2020.

Événements marquants concernant les courses aux procurations en 2019

Le nombre de courses aux procurations menées au cours des huit premiers mois de 2019 affiche une tendance à la baisse par rapport à la période correspondante en 2018 (25 comparativement à 29)⁵⁸. Toutefois, le niveau d'activité global demeure élevé et correspond à peu près à celui qui a été observé la plupart du temps au cours des 10 dernières années, comme l'indique le graphique 3-1.

GRAPHIQUE 3-1 :
Courses aux procurations au Canada (de 2009 à ce jour en 2019*)



* Au 20 août 2019

Lorsqu'elles sont classées selon les principaux objectifs des dissidents, les courses aux procurations en 2019 suivent également une tendance similaire à celle qui a été observée en 2018 :

- dans neuf (environ 36 %) des campagnes lancées depuis le début de l'année, les activistes voulaient remplacer la majorité ou la totalité des membres du conseil d'administration;
- six autres courses (environ 24 %) avaient comme objectif la présentation d'une courte liste de candidats destinés à remplacer une minorité des membres du conseil;
- les 10 courses restantes (environ 40 %) portaient sur des questions transactionnelles ou d'autres questions non liées au conseil.

Comme nous l'avons mentionné dans le *Rapport de Davies sur la gouvernance 2018*⁵⁹, les secteurs des ressources naturelles et de l'énergie ont été des foyers d'activisme à la fin de 2018, des campagnes très médiatisées ayant été lancées contre Detour Gold Corp. (par Paulson & Co. Inc.), Hudbay Minerals Inc. (par Waterton Global Resource Management Inc.) et Crescent Point Energy Corp. (par Cation Capital Inc.). Cette tendance semble se poursuivre en 2019, puisque 10 des 25 courses aux procurations ont été menées à ce jour

contre des sociétés des secteurs des ressources naturelles et de l'énergie, dont une campagne très médiatisée visant TransAlta Corporation (lancée par Mangrove Partners et Bluescape Energy).

Le point sur les ententes avec les courtiers démarcheurs : l'OCRCVM s'oppose à l'« achat de votes » dans les courses aux procurations

Après des années d'appels à l'action de la part des participants au marché et un processus de consultation publique entrepris par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM »), l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'« OCRCVM ») a publié, en mai 2019, une note d'orientation destinée à ses courtiers membres (l'« avis de l'OCRCVM ») concernant la gestion des conflits d'intérêts potentiels dans les ententes avec des courtiers démarcheurs⁶⁰. Bien que l'OCRCVM ne soit pas allé jusqu'à interdire totalement la pratique de l'« achat de votes » lors d'élections contestées d'administrateurs, selon nous, l'avertissement est suffisamment direct pour qu'à l'avenir, les courtiers refusent de participer à ce type d'ententes de rémunération unilatérales.

Une entente avec des courtiers démarcheurs prend généralement la forme d'une entente conclue avec un ou plusieurs courtiers en placement inscrits, aux termes de laquelle les courtiers reçoivent une rémunération pour chaque titre à l'égard duquel ils ont sollicité avec succès des porteurs aux fins suivantes : (i) le vote sur une question nécessitant l'approbation des porteurs de titres, comme un plan d'arrangement ou une élection d'administrateurs; ou (ii) le dépôt de titres dans le cadre d'une offre publique d'achat.

Le recours aux ententes avec des courtiers démarcheurs est passablement répandu et a suscité peu de controverses lors d'opérations de fusion et d'acquisition passées. Dans de tels cas, le courtier démarcheur se voit habituellement verser une commission par l'acquéreur pour chacun des titres déposés en réponse à l'offre ou lorsque les droits de vote rattachés à ces titres sont exercés en faveur de l'arrangement.

Bien que l'OCRCVM ne soit pas allé jusqu'à interdire totalement la pratique de l'« achat de votes » lors d'élections contestées d'administrateurs, selon nous, l'avertissement est suffisamment direct pour qu'à l'avenir, les courtiers refusent de participer à ce type d'ententes de rémunération unilatérales.

En revanche, le recours à des ententes avec des courtiers démarcheurs dans le cadre d'une élection contestée d'administrateurs est beaucoup moins fréquent. Dans ce contexte, le courtier reçoit une commission, sous réserve d'un minimum ou d'un maximum, pour chaque voix exprimée par ses clients en faveur des candidats aux postes d'administrateur proposés par la direction, et dont le versement est conditionnel à l'élection de ces candidats. Comme nous l'avons indiqué précédemment⁶¹, les actionnaires institutionnels, les organismes de surveillance de la gouvernance et les médias critiquent le recours à de telles ententes dans le cadre d'élections contestées d'administrateurs. On ne compte que trois cas où des ententes avec des courtiers démarcheurs ont été conclues dans le cadre d'une course aux procurations canadienne pour l'élection d'administrateurs, lesquelles ont toutes été mises en œuvre par l'émetteur :

- Octavian Advisors, LP a mené une campagne pour élire quatre des huit administrateurs d'Enercare Inc. en 2012;
- JANA Partners LLC a mené une campagne pour élire 5 des 12 administrateurs d'Agrium Inc. en 2013;
- PointNorth Capital Inc. a mené une campagne pour élire six des huit administrateurs de Liquor Stores N.A. Ltd. (maintenant Alcanna Inc.) en 2017.

L'avis de l'OCRCVM met l'accent sur la Règle 42 des courtiers membres de l'OCRCVM et sur les orientations connexes; aux termes de cette règle, tous les conflits d'intérêts existants ou potentiels entre un courtier membre et un client doivent être réglés « de manière juste, équitable et transparente, au mieux des intérêts du ou des clients ». Les conflits d'intérêts qui ne peuvent être réglés de cette manière doivent être évités.

Selon l'avis de l'OCRCVM, les ententes avec des courtiers démarcheurs donnant lieu au versement d'une rémunération uniquement pour les voix exprimées en faveur des candidats d'une partie, ou seulement si les candidats d'une partie remportent l'élection, entraînent pour les courtiers d'importants conflits d'intérêts ingérables qui devraient être évités.

Il est à noter que les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont refusé de prendre des mesures et d'interdire cette pratique, estimant que la question relevait du mandat actuel de l'OCRCVM sur les conflits d'intérêts. Les ACVM ont toutefois souscrit à l'avis de l'OCRCVM indiquant que la pratique de l'achat de votes préoccupe à la fois l'OCRCVM et les autorités canadiennes en valeurs mobilières. Les parties qui se proposent de recourir à cette pratique dans le cadre d'élections contestées peuvent probablement s'attendre à ce que l'OCRCVM et/ou les ACVM exercent un recours.

Utilisation accrue des formulaires de procuration universels, quoique encore rare dans les courses aux procurations canadiennes

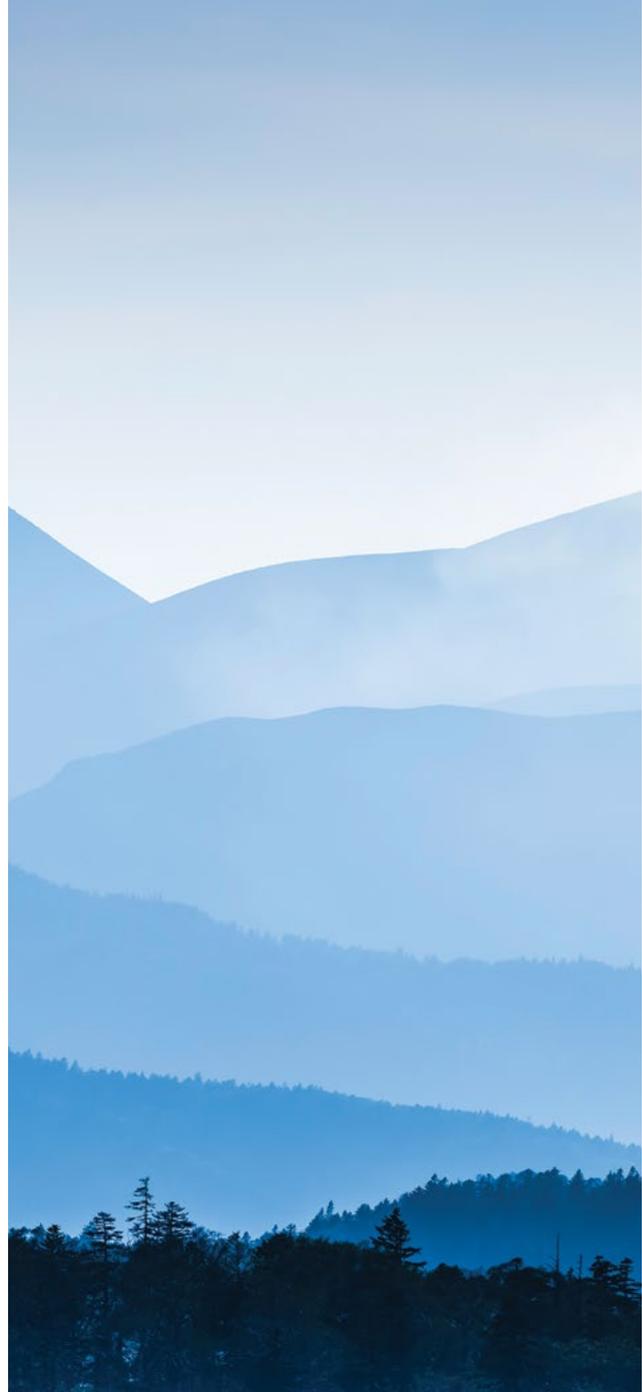
Comme il est mentionné dans le rapport de Davies intitulé *Activisme actionnarial et courses aux procurations*⁶² : problématiques et tendances, la réglementation canadienne en matière de sollicitation de procurations permet aux sociétés ou aux actionnaires dissidents d'utiliser un formulaire de procuration « universel » sur lequel figurent le nom de chacun des candidats proposés par la direction et de chacun des candidats proposés par les actionnaires dissidents aux postes d'administrateur. Par conséquent, un actionnaire peut choisir la combinaison d'administrateurs qu'il juge la plus appropriée.

Le formulaire de procuration standard, qu'il soit utilisé par un dissident ou par l'émetteur, contient pour sa part uniquement le nom des candidats proposés par l'une ou l'autre partie. Comme un actionnaire ne peut soumettre qu'un seul formulaire de procuration et que toute nouvelle procuration révoque une procuration remise antérieurement, l'actionnaire qui vote par procuration est obligé de choisir les candidats d'une seule des deux parties. Dans ces circonstances, l'actionnaire devrait assister à l'assemblée en personne afin de voter pour une liste combinée de candidats proposés par un émetteur et un actionnaire dans le cadre d'une élection contestée des administrateurs.

La réglementation canadienne en matière de sollicitation de procurations permet aux sociétés ou aux actionnaires dissidents d'utiliser un formulaire de procuration « universel » sur lequel figurent le nom de chacun des candidats proposés par la direction et de chacun des candidats proposés par les actionnaires dissidents aux postes d'administrateur.

De l'avis général des experts en gouvernance, un formulaire de procuration universel dans le cadre de l'élection contestée d'administrateurs représente pour les actionnaires un outil convivial qui facilite leur choix. Cependant, il existe une variété de considérations stratégiques et autres qui guident une partie dans son choix d'y recourir ou non. La première utilisation largement médiatisée d'un formulaire de procuration universel au Canada a eu lieu lors de la course aux procurations de 2012 de Chemin de fer Canadien Pacifique (« Canadien Pacifique »), dans le cadre de laquelle l'activiste et l'émetteur ont tous deux utilisé un formulaire de procuration universel. Comme l'indique le tableau 3-1, notre recherche révèle que cette pratique a été utilisée (ou du moins rendue publique) par au moins une des parties dans 14 courses aux procurations au total depuis celle du Canadien Pacifique. En outre, selon notre recherche, c'est depuis le début de 2019 qu'ont eu lieu le plus grand nombre de courses aux procurations (quatre) dans lesquelles un formulaire de procuration universel a été utilisé. Les données révèlent également qu'un formulaire de procuration universel n'a jamais été utilisé uniquement par l'émetteur, et que l'émetteur et l'actionnaire ont utilisé un formulaire de procuration universel identique dans trois cas.

Bien qu'une partie qui utilise un formulaire de procuration universel puisse s'attendre à recevoir des éloges pour sa bonne gouvernance, son choix d'y recourir doit reposer sur son évaluation d'autres considérations. D'une part, si une seule partie utilise un formulaire de procuration universel, elle pourrait accroître la probabilité que les actionnaires choisissent d'utiliser son formulaire pour voter, ce qui permettra d'avoir un aperçu plus rapide des tendances du vote. D'autre part, la partie qui utilise un formulaire de procuration universel augmente également le risque que les voix soient exprimées en faveur des candidats proposés par l'autre partie au détriment de certains de ses propres candidats. De plus, l'actionnaire qui sollicite des procurations publie souvent sa propre circulaire de sollicitation de procurations de dissident après que l'émetteur a publié sa circulaire; l'émetteur qui souhaite utiliser un formulaire de procuration universel pourrait donc être forcé de publier de nouveau son formulaire de procuration durant la course aux procurations pour y inclure les candidats proposés par le dissident, ce qui peut être source de confusion pour les actionnaires. Dans la course aux procurations du Canadien Pacifique, l'émetteur a été en mesure d'utiliser un formulaire de procuration universel parce que l'identité des candidats proposés par Pershing Square avait été rendue publique avant la publication de la circulaire du Canadien Pacifique.



Bien qu'une partie qui utilise un formulaire de procuration universel puisse s'attendre à recevoir des éloges pour sa bonne gouvernance, son choix d'y recourir doit reposer sur son évaluation d'autres considérations.

TABLEAU 3-1 :
Utilisation de formulaires de procuration universels dans les courses aux procurations canadiennes

| Année | Émetteur | Actionnaire | Partie ayant utilisé un formulaire de procuration universel | Résultat |
|-------|--|--|---|---------------------------------|
| 2012 | Chemin de fer Canadien Pacifique Limitée | Pershing Square Capital Management LP | Les deux parties | L'actionnaire a gagné |
| 2012 | International Datacasting Corporation | Adam Adamou (ancien administrateur de l'émetteur) | L'actionnaire | L'actionnaire a perdu |
| 2013 | MFC Industrial Ltd. | IAT Reinsurance Ltd. | L'actionnaire | L'actionnaire a gagné en partie |
| 2013 | Agrium Inc. | JANA Partners LLC | L'actionnaire ⁶³ | L'actionnaire a perdu |
| 2014 | Americas Gold and Silver Corporation (autrefois Corporation minière Scorpio) | Tocqueville Asset Management | L'actionnaire | L'actionnaire a gagné |
| 2014 | Sherritt International Corporation | Clarke Inc. | Les deux parties | L'actionnaire a perdu |
| 2015 | Mines d'Or Dynacor Inc. | Red Oak Partners, LLC | L'actionnaire | L'actionnaire a perdu |
| 2017 | Granite Real Estate Investment Trust | FrontFour Capital Group LLC et le groupe Sandpiper | L'actionnaire | L'actionnaire a gagné |
| 2017 | Espial Group Inc. | Vantage Asset Management Inc. | L'actionnaire | L'actionnaire a gagné |
| 2018 | Crescent Point Energy Corp. | Cation Capital Inc. | L'actionnaire | L'actionnaire a perdu |
| 2018 | Dauids Tea Inc. | Placements Mauvais Jours Ltée (contrôlée par Herschel Segal, cofondateur et ancien administrateur de l'émetteur) | L'actionnaire | L'actionnaire a gagné |
| 2019 | Hudbay Minerals Inc. | Waterton Global Resources Management Inc. | L'actionnaire | L'actionnaire a gagné |
| 2019 | Methanex Corporation | M&G Investment Management Limited | Les deux parties | L'actionnaire a gagné en partie |
| 2019 | Thérapeutique Knight Inc. | Medison Biotech (1995) Ltd. | L'actionnaire | L'actionnaire a perdu |
| 2019 | Aurinia Pharmaceuticals Inc. | ILJIN SNT Co., Ltd. | L'actionnaire | L'actionnaire a perdu |

Note : Nos recherches excluent les procurations utilisées dans le cadre d'une convocation à une assemblée extraordinaire pour destituer les administrateurs en poste et élire de nouveaux administrateurs à leur place.

La Coalition canadienne pour une bonne gouvernance (la « CCGG ») a publié sa politique sur les formulaires de procuration universels en septembre 2015⁶⁴. La politique recommandait l'apport de modifications à la législation canadienne en valeurs mobilières et sur les sociétés afin que l'utilisation d'un formulaire de procuration universel soit obligatoire en cas d'élection contestée des administrateurs d'une société ouverte canadienne. Jusqu'à maintenant, aucune législation en ce sens n'a été adoptée. Les normes de gouvernance pourraient évoluer avec le temps, de sorte que l'utilisation de formulaires de procuration universels pourrait devenir la norme, comme dans le cas du vote consultatif sur la rémunération; toutefois, dans un avenir prévisible, étant donné les pratiques du marché à ce jour et l'absence de mesures législatives depuis que la CCGG a publié sa politique, les participants aux courses aux procurations se fonderont sur leurs propres considérations stratégiques pour décider de recourir ou non à cette pratique.

L'activisme fait des adeptes : les actionnaires institutionnels se font entendre

Depuis plusieurs années, les actionnaires institutionnels exercent une grande influence sur l'évolution des pratiques de gouvernance canadiennes, tandis que des politiques favorables aux actionnaires, telles que le vote consultatif sur la rémunération et l'élection à la majorité, font école. La création de la CCGG en 2009 a marqué un important progrès dans une prise de position claire des actionnaires institutionnels en faveur de l'amélioration des pratiques de gouvernance. La CCGG comprend désormais plus de 50 grands investisseurs institutionnels qui gèrent collectivement près de 4 billions de dollars d'actifs.

Si la CCGG et les investisseurs institutionnels ont revendiqué haut et fort des changements aux normes de gouvernance canadiennes, ils ont par le passé adopté une position résolument plus discrète à l'égard de certaines courses aux procurations, s'abstenant dans bien des cas de tout commentaire public. L'année 2019 pourrait bien marquer le début d'une ère nouvelle. En effet, au cours de la dernière année, nous avons non seulement vu des investisseurs institutionnels s'engager avec plus de vigueur dans des courses aux procurations en cours, mais aussi un investisseur institutionnel en particulier mener à bien sa propre course aux procurations.

D'habitude, la participation d'un actionnaire institutionnel à une démarche activiste canadienne – que ce soit en faveur de l'émetteur ou de l'activiste – se faisait loin du regard du public. Or, Pershing Square a remporté une retentissante victoire lors de la désormais tristement célèbre course aux procurations du Canadien Pacifique en 2012, grâce à l'appui massif des actionnaires, dont un grand nombre d'investisseurs institutionnels. Cet appui de taille aurait pu passer inaperçu étant donné qu'à l'exception de deux appuis de dernière minute, il n'a pas été médiatisé. Selon un rapport de presse publié la veille de l'assemblée des actionnaires, le fait que de nombreuses institutions canadiennes cherchaient un catalyseur pour manifester leur désir de changement au Canadien Pacifique a encouragé Pershing Square à passer à l'action⁶⁵.

Les normes de gouvernance pourraient évoluer avec le temps, de sorte que l'utilisation de formulaires de procuration universels pourrait devenir la norme, toutefois, dans un avenir prévisible, étant donné les pratiques du marché à ce jour et l'absence de mesures législatives depuis que la CCGG a publié sa politique, les participants aux courses aux procurations se fonderont sur leurs propres considérations stratégiques pour décider de recourir ou non à cette pratique.

Sept ans après l'affaire Canadien Pacifique, le marché canadien est plus habitué à l'activisme, et c'est peut-être pourquoi il y a eu en 2019 un certain nombre de cas où des actionnaires institutionnels ont publiquement exercé leur influence lors de situations contestées. En voici des exemples :

- TransAlta Corporation, société de Calgary qui produit et commercialise de l'électricité et dont les actions sont inscrites à la cote de la Bourse de Toronto (la « TSX ») et de la New York Stock Exchange (la « NYSE »), a fait l'objet d'une démarche activiste de la part de Mangrove Partners au début de 2019. TransAlta a conclu une opération avec Brookfield Renewable Partners, l'un de ses principaux actionnaires. Mangrove s'est vivement opposée à cette opération et a lancé une offensive publique, dont une campagne d'abstention à l'égard de certains administrateurs de TransAlta. L'un des principaux actionnaires institutionnels de TransAlta (et son principal actionnaire) – RBC Gestion mondiale d'actifs (« RBC GMA ») – a appuyé publiquement l'opération avec Brookfield et convenu par contrat avec TransAlta de voter pour les candidats proposés par la direction à l'élection des administrateurs à la prochaine assemblée des actionnaires. Finalement, les actionnaires ont massivement voté en faveur de tous les candidats aux postes d'administrateur proposés par la direction, y compris les deux représentants de Brookfield dont la candidature avait été proposée dans le cadre de l'opération. Voir notre bulletin intitulé *Litige fondé sur l'intérêt public : la CVMO renonce à exercer sa compétence* pour obtenir plus de détails⁶⁶. L'appui public de RBC GMA a incontestablement eu une certaine influence sur le vote des autres actionnaires.
- Depuis 2018, Aimia Inc., entreprise offrant des solutions de fidélisation inscrite à la cote de la TSX et surtout connue comme l'exploitante du programme Aéroplan avant sa vente à Air Canada, est en conflit constant avec son principal actionnaire, Mittleman Investment Management. En 2018, Mittleman a menacé de lancer une course aux procurations, sans y donner suite, les deux parties ayant trouvé un terrain d'entente et notamment conclu une convention de *statu quo* d'une durée de deux ans. Aimia a récemment intenté des poursuites contre Mittleman,

La course aux procurations lancée en mars 2019 par M&G Investments à l'égard de Methanex Corporation constitue peut-être le plus bel exemple de changement radical du comportement des actionnaires institutionnels.

alléguant, entre autres, que cette dernière avait secrètement orchestré une campagne visant à prendre le contrôle de la société en violation de la convention de *statu quo*. Entamer des poursuites contre un actionnaire important comporte de grands risques pour l'émetteur, tels que les risques d'avoir à engager des dépenses et de détourner l'attention de la direction ainsi que le risque de publicité négative. Même lorsqu'une poursuite est justifiée, les autres actionnaires peuvent préférer rester au-dessus de la mêlée plutôt que de risquer d'être entraînés eux-mêmes dans le conflit. Contre toute attente, un représentant de RBC GMA, l'un des principaux actionnaires institutionnels d'Aimia, s'est publiquement porté à la défense de cette dernière dans une déclaration au *Financial Post* où il qualifiait les membres du conseil d'administration d'Aimia d'administrateurs « chevronnés » et « compétents » et affirmait que [TRADUCTION] « ce groupe hautement crédible de personnes ayant d'excellents antécédents, une fois libéré des distractions causées par des actionnaires dissidents aux intentions floues, pourra prendre certaines mesures essentielles à l'accroissement à court terme de la valeur du placement des actionnaires⁶⁷ ». Cette déclaration publique n'aura probablement aucune incidence sur l'issue du litige, mais pourrait donner des munitions au conseil d'Aimia dans le cadre de sa poursuite.

- La course aux procurations lancée en mars 2019 par M&G Investments à l'égard de Methanex Corporation (TSX et NASDAQ), société canadienne qui fournit et commercialise du méthanol dans le monde entier, constitue peut-être le plus bel exemple de changement radical du comportement

des actionnaires institutionnels. M&G, gestionnaire de placements établi au R.-U. qui gère environ 338 milliards de dollars américains d'actifs, n'avait jamais, au cours de ses 85 ans d'existence, lancé de course aux procurations. M&G avait une participation d'environ 16,5 % dans Methanex et détenait des actions de cette société depuis plus d'une décennie, ce qui en faisait le principal actionnaire et l'un de ses actionnaires les plus anciens⁶⁸. M&G s'opposait au projet de Methanex d'engager seule une importante dépense en immobilisations. Elle a mené une course aux procurations modérée et réfléchie et est parvenue à une entente avec Methanex en moins de trois semaines. L'entente prévoyait l'octroi à M&G de deux sièges au conseil et un processus transparent de réévaluation de la dépense en immobilisations projetée.

Il y a quelques années à peine, nul n'aurait pu imaginer que des investisseurs institutionnels bien établis comme M&G et RBC GMA puissent prendre une position active et publique dans des courses contestées. Il semblerait qu'aucun facteur n'explique à lui seul pourquoi ces institutions et d'autres encore décident de prendre une position activiste. Toutefois, nous prévoyons qu'en raison de l'augmentation des placements indiciels et de la baisse de la liquidité au Canada par rapport à d'autres marchés, les investisseurs institutionnels ne pourront plus aussi facilement menacer de partir et de vendre leurs actions face à une mauvaise performance. Compte tenu de ce qui précède et d'autres facteurs, nous prévoyons que cette tendance se maintiendra étant donné la pression croissante exercée sur les actionnaires institutionnels pour qu'ils prennent une part active dans la gestion de leurs placements.

L'AFFAIRE AIMIA ET LE MAINTIEN DU STATU QUO

À quel moment le *statu quo* prend-il fin? Il s'agit d'une question au cœur des poursuites intentées en juillet 2019 par Aimia Inc., société inscrite à la TSX, contre son principal actionnaire, Mittleman Investment Management. Dans le cadre du règlement d'une course aux procurations en mars 2018, Aimia et Mittleman ont conclu une convention de *statu quo* aux termes de laquelle Aimia a convenu d'accorder à Mittleman deux sièges au conseil et Mittleman a convenu de voter en faveur des candidats de la direction aux assemblées des actionnaires de 2018 et de 2019. La convention contenait également un engagement général de *statu quo* interdisant à Mittleman d'organiser une course aux procurations. Conformément à ses modalités, la convention de *statu quo* a pris fin le 1er juillet 2019.

À la mi-juillet, 17 jours après l'élection du conseil d'Aimia à l'assemblée des actionnaires de 2019, Aimia a nommé deux administrateurs supplémentaires à son conseil, geste publiquement critiqué par Mittleman et d'autres actionnaires. Cinq jours plus tard, Aimia a entamé des poursuites contre Mittleman, dans le but, entre autres, d'obtenir une ordonnance interdisant à Mittleman de prendre quelque mesure que ce soit pour destituer ou remplacer les administrateurs élus à l'assemblée des actionnaires 2019 avant la prochaine assemblée annuelle des actionnaires. Aimia fonde sa poursuite sur des allégations de nombreux manquements par Mittleman à la convention de *statu quo* alors en vigueur. Si Aimia obtient gain de cause, la date d'expiration de l'engagement de *statu quo* sera dans les faits reportée, à tout le moins en ce qui a trait aux élections des administrateurs, à la fin de la période de sollicitation de procurations de 2020.

Quelle qu'en soit l'issue, cette affaire soulève une question d'interprétation intéressante quant à l'évaluation des modalités d'un *statu quo*. À cet égard, le tribunal devra déterminer si un engagement de voter en faveur des candidats de la direction prémunirait dans les faits le conseil contre toute intervention activiste pendant la durée de son mandat, même après l'expiration des dispositions expresses de *statu quo*. Nous suivrons de près cette affaire et prévoyons que, même si aucun règlement n'est conclu, son issue dépendra dans une grande mesure des conclusions de faits du tribunal.

La décision dans l'affaire Synex confirme que laisser les actionnaires user de leur libre arbitre est l'un des principaux buts de la réglementation concernant les procurations

À l'ère des règlements administratifs sur les préavis, la probabilité qu'un actionnaire réussisse à tendre une embuscade à une assemblée annuelle et à élire aux postes d'administrateur des candidats proposés pendant l'assemblée est désormais quasi nulle. Voilà peut-être pourquoi en 2019, pour la première fois en 30 ans, un tribunal canadien a pris la décision d'examiner et de valider la stratégie suivie par un actionnaire à l'assemblée annuelle de Synex International Inc., à laquelle l'actionnaire a élu un conseil entièrement renouvelé composé de candidats proposés pendant l'assemblée. Fait à noter, l'actionnaire a exercé ses droits de vote en faveur de sa liste de candidats aux postes d'administrateur, exerçant le pouvoir discrétionnaire que lui avaient accordé les actionnaires l'ayant désigné comme leur fondé de pouvoir au moyen du formulaire de procuration fourni par la direction. Voir notre bulletin intitulé *L'intérêt public prime la lettre* pour obtenir d'autres détails⁶⁹.

Dans l'affaire *Russell v Synex International Inc.* (l'« affaire Synex »)⁷⁰, la Cour suprême de la C.-B. a conclu que lorsqu'un actionnaire utilise un formulaire de procuration fourni par la direction pour nommer en tant que fondé de pouvoir une autre personne que celles qui sont proposées par la direction et ne donne pas d'instructions de vote, sa procuration confère au fondé de pouvoir le pouvoir d'exercer les droits de vote à son entière appréciation. Plus particulièrement, la Cour a également établi que l'actionnaire ne devrait pas être lié par les dispositions générales de vote « par défaut » prévues dans le détail des clauses du formulaire de procuration fourni par la direction, selon lesquelles, en l'absence d'instructions de vote, les droits de vote représentés par la procuration doivent être exercés conformément aux recommandations de la direction. De l'avis de la Cour, imposer de telles instructions de vote par défaut à un tiers fondé de pouvoir serait contraire à la logique des affaires. L'actionnaire dans cette affaire a donc réussi à élire un conseil entièrement renouvelé en se prévalant de la dispense relative à la sollicitation privée d'un nombre limité de procurations et sans fournir lui-même un formulaire de procuration.

Citant des normes et pratiques reconnues du secteur, dont le *Protocole concernant les procurations de la Securities Transfer Association of Canada* et les mécanismes prévus dans le droit des valeurs mobilières et le droit des sociétés, la Cour n'a pas vu de raison de remettre en question le raisonnement exposé dans le jugement rendu en Ontario en 1989 dans l'affaire *Canadian Express Ltd. v Blair*⁷¹, selon lequel [TRADUCTION] « les procurations contestées doivent être interprétées en fonction des circonstances de l'espèce et, dans la mesure du possible, d'une manière conforme à la logique des affaires ». De plus, la Cour a conclu que la réglementation dans son ensemble vise à faciliter l'exercice du droit de vote de l'actionnaire.

Dans l'affaire *Synex*, la Cour s'est dite d'avis que la procuration est [TRADUCTION] « d'abord et avant tout un acte de délégation par lequel l'actionnaire désigne un fondé de pouvoir pour représenter ses intérêts ». Par conséquent, les limites du mandat confié au fondé de pouvoir en vue d'une assemblée donnée ne peuvent être plus étendues que ce que stipule l'instrument accordant ce mandat. La Cour s'est longuement penchée sur chacun des trois formulaires de procuration distincts qui ont servi à désigner l'actionnaire comme fondé de pouvoir et constaté que toute contradiction apparente dans les instructions de vote par défaut dans le formulaire devrait être résolue de manière à laisser les actionnaires user de leur libre arbitre. À cet égard, il ne serait pas logique, du point de vue commercial, qu'un actionnaire désigne un tiers comme fondé de pouvoir pour ensuite l'obliger à suivre les instructions de vote par défaut de la direction.

La Cour a également établi que l'actionnaire ne devrait pas être lié par les dispositions générales de vote « par défaut » prévues dans le détail des clauses du formulaire de procuration fourni par la direction, selon lesquelles, en l'absence d'instructions de vote, les droits de vote représentés par la procuration doivent être exercés conformément aux recommandations de la direction.

État de préparation à l'activisme : Quelques astuces pour les conseils d'administration ... et pour les activistes

Le bon sens veut que le meilleur moyen pour une société ouverte d'éviter une course aux procurations soit de veiller à ne pas devenir une cible intéressante. Les sociétés ouvertes du Canada seraient bien avisées de consacrer du temps à se préparer à l'activisme, en se concentrant sur la détection précoce, en repérant et en corrigeant les faiblesses dans la performance et en élaborant des stratégies et des plans clairs. Nous présentons ci-après quelques mesures pratiques qui devraient faire partie des préparatifs de tous les émetteurs. Nous donnons également quelques astuces sur la meilleure façon pour une société d'interagir avec un éventuel actionnaire activiste.

Du point de vue de l'activiste, le marché canadien recèle de nombreuses occasions de changement positif, qu'il s'agisse de lancer une campagne en vue de modifier la composition du conseil ou la structure de gouvernance, ou d'exécuter des stratégies opérationnelles ou transactionnelles. Lorsqu'il planifie son approche, l'activiste doit évaluer méticuleusement les écueils juridiques auxquels il pourrait se heurter dans l'exécution de sa stratégie – une erreur commise en début de parcours pourrait permettre à la société visée de ralentir l'élan de l'activiste, voire, dans certains cas, de le stopper carrément. Suivent quelques considérations juridiques clés dont l'activiste doit tenir compte dans la planification d'une campagne au Canada.

Selon nous, une bonne préparation de part et d'autre atténue le risque qu'une partie obtienne un avantage tactique, notamment par des manœuvres juridiques, et permet aux deux parties de présenter des arguments bien articulés pour gagner le cœur et l'esprit des actionnaires.

Indications pratiques à l'intention du conseil avant que n'agisse un activiste

1 Établir et maintenir une équipe d'intervention

Créez une équipe d'intervention interne permanente composée de membres choisis de la haute direction provenant de secteurs clés tels que les affaires juridiques, les finances, l'exploitation, la stratégie et les relations avec les investisseurs. Nommez un seul porte-parole (c'est souvent le chef de la direction qui est nommé) et établissez des procédures pour que l'équipe se réunisse au besoin et consulte le conseil en cas de situation d'activisme. L'équipe interne doit être soutenue, selon le cas, par une équipe d'intervention externe souvent composée de conseillers juridiques, de conseillers financiers et de sociétés de conseil en vote par procuration, ainsi que de spécialistes en communications et en relations publiques (et parfois en relations gouvernementales).

2 Analysez vos vulnérabilités et évaluez les pistes de solution de manière critique

La thèse d'un activiste repose presque toujours sur la sous performance financière ou autre de la société, dans l'absolu ou par rapport à des sociétés analogues, et rattache souvent la sous performance à des structures de gouvernance déficientes et/ou à un leadership inefficace. Évaluez la société du point de vue d'un activiste, en recherchant ses vulnérabilités, telles que les tendances négatives par rapport à un groupe de sociétés comparables et son profil environnemental, social et de gouvernance (y compris la durée du mandat des membres du conseil), ainsi que les occasions existantes ou nouvelles de création de valeur. Établissez les solutions possibles, leur viabilité et les risques qui s'y rattachent. Cette mesure vaut pour elle-même, en plus de permettre une réaction rapide au moment où un activiste fait valoir sa thèse.

3 Établissez une interaction significative et constructive avec les actionnaires

Les pratiques de gouvernance de la plupart des émetteurs devraient comporter la mise en place d'un programme solide d'interaction avec les actionnaires, qui prévoit notamment des initiatives menées par des administrateurs non membres de la haute direction. Dans le cadre de ce programme, créez un profil pour les investisseurs institutionnels et les autres actionnaires clés, qui indique notamment leurs politiques de vote et la façon dont ils ont voté dans le passé. Rencontrez vos actionnaires importants, expliquez-leur votre stratégie et vos plans d'affaires, comprenez leurs préoccupations, évaluez leur soutien envers la direction et le conseil et, s'il y a lieu, abordez de manière proactive la question des vulnérabilités décelées en expliquant la position de la société. Au cours de ce processus, vous pourriez repérer des actionnaires influents qui seraient disposés, au besoin, à prendre publiquement position en faveur de l'émetteur, et vous pourriez même apprendre, grâce aux réactions obtenues, qu'un activiste s'apprête à entamer des démarches.

4 Élaborez et maintenez un plan de communications permanent

Même en des temps favorables, la publication des communications des sociétés ouvertes peut se révéler une lourde tâche en raison des procédures et des protocoles internes de filtrage qui sont nécessaires pour veiller au respect de la réglementation. En situation d'activisme, ces filtres peuvent occasionner des retards dans les réponses aux déclarations publiques de l'activiste, dont l'organisation est souvent beaucoup plus petite et plus souple, et soumise à moins de contraintes. Lorsque cela est possible, l'émetteur réduira les délais de réponse en élaborant un plan de communications approuvé et prêt à l'emploi qui contient le détail des plans et des stratégies de la société ainsi que des possibilités de réponses aux critiques potentielles décelées lors de l'analyse des vulnérabilités et des activités d'interaction avec les actionnaires.

5 Surveillez les opérations sur les titres et les changements parmi les actionnaires

Mettez en place un programme de suivi des marchés boursiers qui vous permettra de surveiller les opérations sur les titres et les dépôts de documents réglementaires (comme les déclarations selon le système d'alerte au Canada et les formulaires 13F, 13G et 13D aux États-Unis). Un programme robuste peut révéler des accumulations de titres passées inaperçues, déceler des activités de négociation suspectes et faciliter une connaissance en temps réel de l'actionnariat de l'émetteur, notamment les changements touchant les titres détenus par les fonds spéculatifs et les investisseurs institutionnels.

Indications pratiques à l'intention des conseils qui interagissent avec un activiste

1 Assurez-vous de la participation du conseil

Le conseil doit participer au processus de réponse à un activiste qui a entrepris des démarches, notamment parce que la plupart de ces situations découlent d'une insatisfaction envers la direction ou à l'égard de la gestion de la société, questions qui relèvent en définitive du conseil. Les administrateurs pourraient vouloir établir un comité spécial du conseil, pour assurer une certaine souplesse dans le processus de réponse ou pour résoudre un conflit d'intérêts d'administrateur. Le conseil doit établir un canal de communication régulière avec l'équipe d'intervention pour assurer une réponse solide et rapide.

2 Procédez à une vérification diligente de l'activiste

L'activiste qui entreprend des démarches a très certainement procédé à une vérification diligente approfondie de la société, et l'émetteur doit faire de même avec l'activiste. Cette étape permet de recueillir des renseignements sur des questions comme les tactiques probables de l'actionnaire, ses alliés potentiels et la taille de sa participation. Tentez de comprendre la feuille de route de l'actionnaire; trouvez ses principaux décideurs et leurs antécédents; repérez ses liens connus avec d'autres actionnaires importants, des analystes, des sociétés de conseil en vote par procuration, des gestionnaires d'actifs et des médias; et évaluez l'exposition de l'actionnaire à l'émetteur, y compris, si cela est possible, au moyen de dérivés.

3 Examinez et évaluez objectivement les propositions de l'activiste

Procédez à une évaluation et à un examen objectifs, dénués de sentiments, du bien-fondé de toute proposition faite par un activiste, en distinguant le messenger du message. À partir des renseignements recueillis lors de l'analyse de vos vulnérabilités et d'activités d'interaction avec les actionnaires, étudiez diverses possibilités de réponse et ajustez votre plan de communication en conséquence. L'ampleur de votre réponse dépendra en partie du fait que la proposition a été ou non rendue publique. Toutefois, vous devez vous attendre à ce que l'activiste fasse éventuellement connaître ses actions au public, notamment si des discussions privées n'aboutissent pas.

4 Évaluez la légalité du comportement de l'activiste

Le conseil doit examiner les mesures que prend l'activiste pour accroître sa position et trouver des alliés, afin de déceler toute non-conformité aux lois sur les sociétés et aux lois sur les valeurs mobilières, notamment l'obligation de déposer des déclarations selon le système d'alerte, de respecter les restrictions relatives aux opérations d'initiés et à la communication d'information privilégiée et de se conformer aux règles sur les alliés (expliquées ci-après). Le conseil pourra, le cas échéant, envisager de déposer une plainte auprès d'un organisme de réglementation ou d'intenter une poursuite, mais le recours à un processus judiciaire doit être évalué attentivement, car une telle démarche comporte ses propres risques.

5 Développez un plan d'intervention propre à l'activiste et à ses propositions

En plus de mettre à jour les communications, les plans et les stratégies, le conseil et l'équipe d'intervention doivent déterminer s'il y a lieu d'interagir avec l'activiste et, le cas échéant, de quelle manière, sachant qu'il est rarement dans l'intérêt de la société d'ignorer ou de rejeter purement et simplement un actionnaire activiste. Si vous décidez d'interagir, trouvez les représentants les plus aptes à rencontrer l'activiste (en vous fondant en partie sur la plainte de celui-ci). Établissez l'éventail des résultats possibles d'une interaction et examinez la question de savoir si un règlement est réaliste. S'il est impossible d'en arriver à un règlement, envisagez la possibilité d'adopter ou de mettre en œuvre une partie de la proposition de l'activiste. Si vous décidez de contester l'activiste, élaborer un plan d'intervention visant à recueillir le plus d'appuis possible auprès des actionnaires lors des activités d'interaction avec ceux-ci. Il est essentiel de maintenir votre crédibilité tout au long du processus en évitant les attaques personnelles et les réponses émotives.

Conseils pratiques à l'intention des activistes avant le lancement d'une campagne

Étant donné le temps et les ressources considérables qu'il faut consacrer à la détermination d'une cible et au développement d'une thèse, les actionnaires activistes auraient intérêt à élaborer leur plan d'accumulation et leur approche en ayant une bonne compréhension des pièges juridiques possibles en fonction de la législation canadienne en valeurs mobilières et sur les sociétés. Même une erreur apparemment mineure peut entraîner une perte de temps précieux, amoindrir l'effet de levier ou se traduire en une perte sèche. Certes, l'absence relative de moyens de défense structurels à la disposition des émetteurs canadiens pourrait favoriser les activistes, mais certains facteurs, que nous avons abordés dans une autre publication, peuvent surprendre les activistes étrangers lorsqu'on compare la situation au Canada avec celle des États-Unis⁷².

1 Examinez attentivement les événements pouvant déclencher l'obligation d'information lors d'acquisitions de petites participations

La réglementation canadienne en matière de déclaration peut sembler assez généreuse par rapport à celle d'autres territoires. En effet, l'actionnaire n'est tenu de communiquer sa participation que lorsqu'il atteint un seuil de propriété de 10 %, sauf si la société cible fait l'objet d'une offre publique d'achat formelle (auquel cas le seuil est de 5 %). En outre, si l'actionnaire est un « investisseur institutionnel admissible », la communication d'information peut, dans de nombreux cas, être reportée jusqu'à 10 jours après le mois au cours duquel le seuil de propriété est franchi (l'équivalent canadien du dépôt d'un formulaire 13G). Toutefois, en l'absence de telles circonstances, un activiste doit garder à l'esprit qu'aux termes des règles canadiennes, dès que le seuil de propriété de 10 % est atteint, les opérations doivent cesser jusqu'à ce que un jour ouvrable se soit écoulé après la date de dépôt par l'actionnaire de la déclaration selon le système d'alerte. Une interdiction provisoire semblable de un jour ouvrable s'applique lorsqu'un changement important est apporté à un rapport déjà déposé exigeant la communication d'information.

2 Lors de la recherche d'alliés, soyez conscient des risques potentiels, notamment ceux liés à l'obligation d'information

Événements déclencheurs de l'obligation d'information

L'activiste qui cherche des alliés parmi les actionnaires doit garder à l'esprit que les règles canadiennes relatives aux alliés pourraient s'appliquer et avoir pour effet de regrouper les titres que détient l'activiste avec ceux de ces alliés. Ce regroupement pourrait déclencher l'obligation de produire une déclaration selon le système d'alerte plus tôt que prévu ou exiger la modification d'une déclaration déjà déposée. Dans une affaire notable, un tribunal a ordonné à un activiste de mettre à jour sa déclaration selon le système d'alerte après la découverte d'un allié et a reporté l'assemblée des actionnaires de plusieurs semaines, ce qui a permis à l'émetteur cible de gagner un temps précieux⁷³. En outre, des problèmes plus importants pourraient survenir si la propriété de titres combinée de l'activiste et de ses alliés approche les 20 %, car, au Canada, une fois franchi ce seuil, la réglementation canadienne oblige ces actionnaires à procéder par voie d'offre publique d'achat.

Interdiction relative à la communication d'information privilégiée et aux opérations d'initiés

Dans ses discussions avec des alliés potentiels, l'activiste doit tenir compte de la réglementation régissant les opérations d'initiés au Canada, qui est généralement beaucoup plus stricte que celle des États-Unis et qui interdit à toute personne d'effectuer des opérations lorsqu'elle est en possession de renseignements importants inconnus du public concernant une société ouverte et, sauf dans des circonstances limitées, de partager de tels renseignements.

Réglementation en matière de sollicitation de procurations

La réglementation canadienne définit de façon générale la « sollicitation » comme comprenant l'ensemble des communications raisonnablement concertées pour mener à l'obtention, au refus ou à la révocation d'une procuration, la règle générale voulant qu'une circulaire de sollicitation de procurations soit envoyée à chaque actionnaire dont la procuration est sollicitée⁷⁴. Toutefois, avant d'avoir une circulaire de sollicitation de procurations officielle, un activiste peut se livrer à des activités de sollicitation importantes en ayant recours aux dispenses appropriées, par exemple lorsqu'il est question de solliciter 15 actionnaires ou moins ou de participer à une sollicitation au moyen d'une diffusion publique, notamment dans un communiqué ou dans un discours prononcé sur une tribune publique. Il convient de souligner que seuls les activistes peuvent se prévaloir de ces dispenses. Toutefois, chaque dispense a ses propres limites et obstacles procéduraux, et on peut s'attendre à ce qu'un émetteur cible examine attentivement les activités de sollicitation de l'activiste afin de repérer toute preuve de non-conformité.

3 Établir la liste d'administrateurs sans délai

De nombreux émetteurs canadiens ont adopté des règlements administratifs sur les préavis, dont les degrés d'exigences en matière d'information liée à la présentation de candidats aux postes d'administrateur varient. Bien qu'il soit plus facile que par le passé de trouver des candidats de qualité qui figureront sur la liste des activistes, l'établissement d'une liste appropriée qui tient dûment compte de questions liées notamment à l'expérience du candidat dans le secteur, à son indépendance et à la diversité peut exiger un temps considérable. Qui plus est, il faudra peut-être établir cette liste au début de la campagne (ou avant son lancement), notamment avant que l'activiste demande la convocation d'une assemblée extraordinaire des actionnaires pour proposer des candidats à l'élection au conseil.

Notes

Chapitre 3 – L'activisme actionnarial : tendances et faits nouveaux importants en 2019

- 58 Les données sur les courses aux procurations figurant dans le présent chapitre ont été fournies par Kingsdale Advisors et sont à jour au 20 août 2019.
- 59 Davies, en ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights/Publications/2018/Governance-Insights-2018>.
- 60 Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), « Avis 19-0092 – *Gestion des conflits d'intérêts découlant d'ententes avec des courtiers démarcheurs* » (23 mai 2019), en ligne au https://www.ocrcvm.ca/documents/2019/8655bc0b-d4fc-4aab-90eb-ebc5291f4bf9_fr.pdf.
- 61 Davies (13 avril 2018), en ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights/Publications/2018/CSA-Reviewing-and-Seeking-Comments>.
- 62 Davies (6 juin 2017), en ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights#/article/Publications/2017/Shareholder-Activism-and-Proxy-Contests-Issues-and-Trends>.
- 63 JANA a utilisé un formulaire de procuration quasi universel. Elle offrait aux actionnaires la possibilité de voter pour sept candidats proposés par la direction qui se représentaient à l'élection et qui lui semblaient convenables, en plus des cinq candidats qu'elle proposait sur son formulaire de procuration, contrairement à Agrium, qui avait inclus sur son formulaire de procuration uniquement le nom des 12 candidats proposés par la direction qui se représentaient.
- 64 Coalition canadienne pour une bonne gouvernance, « Universal Proxy Policy » (septembre 2015), en ligne au https://www.ccg.ca/wp-content/uploads/2019/03/ccgg_universal_proxy_policy-1-1.pdf (en anglais).
- 65 Scott Deveau, « Corporate culture shift underway in Canada after CP Rail proxy fight », *Financial Post* (11 mai 2012), en ligne au <https://business.financialpost.com/investing/shift-underway-for-canadas-clubby-corporate-culture-after-cp-rail-proxy-fight> (en anglais).
- 66 Davies (7 juin 2019) en ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights/Publications/2019/OSC-Mangrove-TransAlta-Decision>.
- 67 Victor Ferreira, « RBC GAM takes rare step and throws support behind Aimia in battle against largest shareholder », *Financial Post* (24 juillet 2019), en ligne au <https://business.financialpost.com/investing/rbc-takes-rare-step-and-throws-support-behind-aimia-in-battle-against-largest-shareholder> (en anglais).
- 68 M&G Investments, « M&G Investments Sends Letter to Methanex Shareholders » (3 avril 2019), en ligne au <https://www.prnewswire.com/news-releases/mg-investments-sends-letter-to-methanex-shareholders-300824071.html> (en anglais).
- 69 Davies (6 mai 2019), en ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights/Publications/2019/Policy-Prevails-over-Fine-Print>.
- 70 *Russell v Synex International Inc.*, 2019 BCSC 34 (B.C.S.C.).
- 71 *Canadian Express Ltd. v Blair* (1989), 46 BLR 92, 1989 CarswellOnt 138 (H.C. Ont.).
- 72 Davies (14 avril 2015), en ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights/Publications/2015/Article-Debunking-the-Myth-Why-Activism-is-Tough-in-Canada> (en anglais).
- 73 Voir l'affaire *Genesis Land Development Corp. c. Smoothwater Capital Corporation*, 2013 ABQB 509 (Alta., QB), dans laquelle la Cour du Banc de la Reine de l'Alberta a conclu que l'actionnaire activiste Smoothwater agissait de concert avec d'autres actionnaires de la société visée depuis la date à laquelle les parties avaient participé à une conférence téléphonique avec une entreprise de sollicitation de procurations (quoique la Cour ait convenu que les communications antérieures à cette date ne constituaient pas une action de concert).
- 74 Voir par exemple la partie XIII de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, LRC 1985, c C-44, et la partie 9 du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*.