

June 23, 2014

British Columbia Securities Commission  
Alberta Securities Commission  
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan  
Manitoba Securities Commission  
Ontario Securities Commission  
Autorité des marchés financiers  
Superintendent of Securities, Prince Edward Island  
Nova Scotia Securities Commission  
New Brunswick Securities Commission  
Securities Commission of Newfoundland and Labrador  
Superintendent of Securities, Yukon Territory  
Superintendent of Securities, Northwest Territories  
Superintendent of Securities, Nunavut

c/o M<sup>e</sup> Anne-Marie Beaudoin  
Corporate Secretary  
Autorité des marchés financiers  
800, square Victoria, 22<sup>e</sup> étage  
C.P. 246, Tour de la Bourse  
Montréal, Québec  
H4Z 1G3

and

Mr. John Stevenson  
Secretary  
Ontario Securities Commission  
20 Queen Street West  
Suite 1900, Box 55  
Toronto, Ontario  
M5H 3S8

**CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS NOTICE AND REQUEST FOR COMMENT  
– PROPOSED NATIONAL POLICY 25-201 GUIDANCE FOR PROXY ADVISORY FIRMS  
DATED APRIL 24, 2014**

This letter is submitted on behalf of the Institute of Corporate Directors (“ICD”) in response to the invitation to comment on the CSA’s Proposed National Policy 25-201, Guidance for Proxy Advisory Firms.

The ICD is a not-for-profit, member based association with more than 8,700 members and eleven chapters across Canada. We are the pre-eminent organization in Canada for directors in the for-profit, not-for-profit and Crown Corporation sectors. Our mission is to foster excellence in directors to strengthen the governance and performance of Canadian corporations and organizations. This mission is achieved through education, certification and advocacy of best practices in governance.

This letter reflects the views of our Chapters across the country and has been approved by the National Board of the ICD.

**Summary of ICD Position**

While the ICD believes that the guidance provided by the CSA targets the appropriate issues, our letter focuses on three recommendations in areas where we feel guidance alone will not address the concerns held by many capital market participants regarding proxy advisory firms. First, a proxy advisory firm should be precluded from issuing a voting recommendation on a particular matter where that firm has provided consulting services to the issuer or the firm’s investor-client or owner has a material interest. Second, the industry should be committed to a minimum-level of training for analysts and be required to disclose this training. Finally, proxy advisory firms should be required to discuss contrary recommendations with the issuer in advance of a report’s completion and provide sufficient time for the issuer to include a response in the materials that are provided to the proxy advisory firm’s clients.

The ICD believes that the proxy advisory industry should be given one year to adopt these recommendations and failure to do so should result in regulatory intervention by the CSA.

### **Context**

In August 2012, the ICD submitted a comment letter to the CSA in response to Consultation Paper 25-401<sup>1</sup>. In that letter, we made a series of recommendations we believe would help address the current disconnect between the influence of proxy advisory firms and a critical component of corporate governance, which is the exercising of voting rights by shareholders based on accurate and proper disclosure. We continue to believe that the pragmatic approach outlined in our earlier letter would help alleviate some of the tensions we are currently experiencing in our capital markets regarding the roles and responsibilities of proxy advisory firms.

In our opinion, the CSA's Proposed National Policy 25-201 targets the right concerns regarding proxy advisory firms and the ICD wishes to see the proxy advisory industry embrace the direction provided by the CSA. However, in three specific areas, we believe that guidance is insufficient.

### **Conflicts**

The ICD is of the view that the guidance provided by the CSA and the internal procedures outlined by proxy advisory firms will be adequate in addressing many possible conflicts of interest. Indeed, one of the expectations imposed by the CSA - to disclose to clients any actual or potential conflict of interest - was also proposed by the ICD in our earlier letter.

However, we believe that in instances where the proxy advisory firm has provided consulting services to an issuer subject to a vote recommendation, disclosure is insufficient. As we did in our letter regarding CSA Paper 25-401, the ICD recommends that proxy advisory firms be precluded from issuing a voting recommendation on a

---

<sup>1</sup> [https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com\\_20120820\\_25-401\\_magidsons.pdf](https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com_20120820_25-401_magidsons.pdf)

particular matter where they have provided consulting services to the issuer or the firm's investor-client or owner has a material interest.

### Standards of Training and Experience

A significant source of tension between issuers and proxy advisory firms is the quality of analysis informing vote recommendations. Concerns have been raised about the inexperience of proxy advisory firm staff who are required to analyze complex subject matter. Given the very high volume of vote recommendations prepared every proxy season by advisory firms, the risk for error is great. The impact of error can be even greater. Indeed, we are aware of many circumstances where voting recommendations of proxy advisory firms contained mistakes and inaccuracies.

Given the influence of proxy advisory firms' vote recommendations, it is important that capital market participants feel these firms are hiring qualified people with the skill-set required to engage with complicated analysis. The ICD believes the proxy advisory industry should be committed to a minimum-level of training for analysts whose work informs vote recommendations. Further, the proxy advisory firms should be required to disclose the extent of this training.

We would further recommend that proxy advisory firms reconsider their practice of issuing vote recommendations on intricate M&A transactions. These transactions require significant training and experience to properly analyze and we believe tensions could be reduced if proxy advisory firms vacated this space or, at minimum, invested the resources necessary to ensure competent people are conducting this type of analysis.

### Dialogue with Issuer

At present, opportunities for issuer-proxy advisor engagement are severely limited. Proxy advisory firms point to their need to be independent and the risk of being influenced as reasons for not engaging with issuers during proxy season. This is counterintuitive: if a proxy advisory firm is truly independent, it should be able to conduct its due diligence, ask the right questions of issuers and engage in dialogue to ensure accuracy. Furthermore, the argument that increased issuer engagement would

be too costly for proxy advisory firms is not convincing. In our view, accurate analysis is something for which clients should be willing to pay.

Still, we recognize that it would be very difficult to engage with issuers on every vote recommendation given the very high number of reports regularly produced by proxy advisory firms. In our response to CSA Paper 25-401, we advocated a pragmatic approach:

1. Where the proxy advisory firm intends to issue a contrary recommendation, it be required to discuss this with the issuer and share its report with the issuer before its completion and publication to voters; and
2. If the outcome of this process is still an intended contrary recommendation, the issuer be provided with sufficient time<sup>2</sup> if it wishes to do so, to include a response in the materials that are ultimately provided to the proxy advisory firm's clients.

We take the point made by the CSA in Proposed National Policy 25-201 that, despite contrary proxy advisory firm recommendations, issuers can engage directly with shareholders. However, even if it is later corrected, the damage of a contrary report – particularly one based on inaccurate analysis – is done as soon as it is issued. We believe the best course of action is to minimize the risk of mistake in the first place. This can be done through greater engagement in cases of contrary recommendations. We believe that a proxy advisory firm and an issuer can disagree on a vote recommendation but should never have to disagree on the facts.

### Other

Our recommendations are an effort to achieve an accommodation between proxy advisory firms and issuers and to address tensions between the two parties. It is important to stress, however, that regardless of any changes or improvements to the practices of proxy advisory firms, they should not be viewed as a substitute for investors making their own decisions, doing their own due diligence and voting their proxies.

---

<sup>2</sup> The current 24 hour practice is insufficient.

It is also important to note that proxy advisory firms are part of a broader proxy voting system, which is also under review. We encourage the regulators to continue evaluating the integrity of the proxy voting infrastructure as outlined in CSA Consultation Paper 54-401, and to ensure guidance to proxy advisory firms align with the objectives detailed in that concurrent process.

### Request for Comment

In respect of the specific questions in the Proposed National Policy, we believe they are addressed directly or indirectly in our letter above.

### Conclusion

The proxy advisory industry has matured to a point where the sector is now a part of our capital markets. Considering the impact their recommendations can have on the financial and governance outcomes of public companies and, indeed, on our capital markets, the ICD believes there are significant opportunities to increase transparency and accuracy for the benefit of all market participants. The pragmatic approach we provide above will help to accomplish this.

In our view, the CSA should give the proxy advisory industry one year to adopt the approach detailed in this letter. If, after this time, the industry has not adequately adopted these recommendations, the CSA should intervene with formal regulation. We also recommend that the CSA adopt an electronic mechanism for receiving comments and concerns from market participants to track proxy advisory practice and market participant experience.



Institute of Corporate Directors  
Institut des administrateurs de sociétés

---

The ICD commends the CSA for the quality of its paper and is pleased to have had an opportunity to provide you with our comments. If you have any questions, please contact the undersigned.

Yours truly,

Stan Magidson, LL.M., ICD.D  
President and CEO

23 juin 2014

British Columbia Securities Commission  
Alberta Securities Commission  
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan  
Manitoba Securities Commission  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
Autorité des marchés financiers  
Superintendent of Securities, Prince Edward Island  
Nova Scotia Securities Commission  
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick  
Securities Commission of Newfoundland and Labrador  
Superintendent of Securities, Yukon Territory  
Superintendent of Securities, Northwest Territories  
Superintendent of Securities, Nunavut

a/s d'Anne-Marie Beaudoin  
Secrétaire générale  
Autorité des marchés financiers  
800, Square Victoria, 22<sup>e</sup> étage  
C.P. 246, Tour de la Bourse  
Montréal, Québec  
H4Z 1G3

et

M. John Stevenson  
Secrétaire  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
20 rue Queen Ouest  
Bureau 1900, C.P. 55  
Toronto, Ontario  
M5H 3S8



## **AVIS DE CONSULTATION DES AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES – PROJET D’AVIS 25-201 RELATIF AUX INDICATIONS À L’INTENTION DES AGENCES DE CONSEIL EN VOTE**

Cette lettre est soumise au nom de l’Institut des administrateurs de sociétés (« IAS ») en réponse à l’invitation à commenter le Projet d’avis 25-201 des ACVM relatif aux indications à l’intention des agences de conseil en vote.

L’IAS est une association à but non lucratif comptant plus de 8 700 membres et onze sections régionales à travers le Canada. Nous sommes la principale organisation au Canada à représenter les administrateurs et administratrices œuvrant dans les secteurs à but lucratif, à but non lucratif et dans les sociétés d’État. Notre mission consiste à stimuler l’excellence au sein des conseils afin de renforcer la gouvernance et la performance des sociétés et organisations canadiennes. Cette mission est réalisée au moyen de la formation, de la certification et de la promotion des meilleures pratiques de gouvernance.

Cette lettre reflète les points de vue de nos sections régionales à travers le pays et a été approuvée par le Conseil national de l’IAS.

### **Sommaire de la position de l’IAS**

Même si l’IAS est d’avis que les indications fournies par les ACVM ciblent les enjeux appropriés, notre lettre s’attache principalement à trois recommandations dans des secteurs où nous pensons que ces seules indications ne suffisent pas à répondre aux préoccupations de plusieurs participants au marché financier concernant les agences de conseil en vote. D’abord, une firme de conseil en vote devrait être privée du droit d’émettre une recommandation de vote sur un sujet particulier lorsque cette agence a fourni des services de consultation à l’émetteur ou au client investisseur de l’agence ou lorsque le propriétaire y a un intérêt matériel. Deuxièmement, l’industrie devrait être engagée à fournir un niveau minimal de formation aux analystes et être requise de divulguer la nature de cette formation. Enfin, les agences de conseil en vote devraient être requises de débattre de recommandations contraires avec l’émetteur avant que le

rapport soit complété et laisser à l'émetteur suffisamment de temps pour inclure une réponse dans les documents fournis aux clients de l'agence de conseil en vote.

L'IAS est d'avis qu'on devrait accorder à l'industrie du conseil en vote une année pour adopter ces recommandations. Le défaut de ce faire devrait entraîner une intervention réglementaire des ACVM.

### **Contexte**

En août 2012, l'IAS a soumis une lettre de commentaires aux ACVM en réponse au Projet d'avis 25-401<sup>1</sup>. Dans cette lettre, nous faisons une série de recommandations qui, croyons-nous, contribueraient à répondre à l'actuelle disproportion entre l'influence des agences de conseil en vote et un élément essentiel de la gouvernance de sociétés, à savoir l'exercice de leur droit de vote par les actionnaires en se fondant sur des renseignements exacts et appropriés. Nous continuons de croire que l'approche pragmatique décrite dans notre lettre précédente serait de nature à atténuer certaines tensions qui ont présentement cours dans nos marchés financiers à l'égard du rôle et des responsabilités des agences de conseil en vote.

Selon nous, le Projet d'avis 25-201 des ACVM cible les réelles préoccupations concernant les agences de conseil en vote et l'IAS souhaite voir l'industrie du conseil en vote adhérer aux indications fournies par les ACVM. Toutefois, dans trois domaines spécifiques, nous croyons que ces indications sont insuffisantes.

### **Conflits**

L'IAS est d'avis que les indications fournies par les ACVM et les procédures internes décrites par les agences de conseil en vote seront adéquates pour répondre à de nombreuses situations de conflits d'intérêts potentiels. En fait, l'une des attentes imposées par les ACVM – la divulgation aux clients de tout conflit d'intérêts réel ou potentiel – avait aussi été proposée par l'IAS dans sa lettre précédente.

---

<sup>1</sup> [https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com\\_20120820\\_25-401\\_magidsons.pdf](https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com_20120820_25-401_magidsons.pdf)

Nous croyons cependant que dans les cas où l'agence de conseil en vote a fourni des services de consultation à un émetteur sujet à une recommandation de vote, la divulgation est insuffisante. Comme il l'a fait dans sa lettre concernant le Document 25-401 des ACVM, l'IAS recommande que les agences de conseil en vote soient privées du droit d'émettre une recommandation de vote sur un sujet particulier lorsqu'elles ont fourni des services de consultation à l'émetteur ou lorsque le client investisseur ou le propriétaire y a un intérêt matériel.

### Normes de formation et d'expérience

La qualité de l'analyse à l'origine des recommandations de vote représente une importante source de tensions entre les émetteurs et les agences de conseil en vote. Des préoccupations ont été soulevées concernant l'inexpérience du personnel d'agences de conseil en vote à qui on demande d'analyser des questions complexes. Compte tenu du volume très élevé de recommandations de vote préparées chaque saison par les agences de conseil en vote, le risque d'erreur est grand. L'impact d'une erreur peut l'être encore plus. En fait, nous sommes au courant de plusieurs situations où des recommandations de vote de la part d'agences de conseil en vote contenaient des erreurs et des inexactitudes.

Compte tenu de l'influence des recommandations des agences de conseil en vote, il est important que les participants au marché financier sentent que ces firmes embauchent des gens qualifiés dotés des compétences requises pour réaliser des analyses compliquées. L'IAS croit que l'industrie du conseil en vote devrait s'engager à offrir un niveau minimal de formation aux analystes dont les travaux façonnent les recommandations de vote. En outre, les agences de conseil en vote devraient être requises de divulguer la nature de cette formation.

Nous recommandons par ailleurs que les agences de conseil en vote réexaminent leur pratique d'émettre des recommandations de vote sur des transactions complexes de fusion et acquisition. Ces transactions exigent un important degré de formation et d'expérience pour qu'elles puissent être analysées de façon appropriée et nous croyons que les tensions évoquées plus haut pourraient être réduites si les agences de conseil en

vote se retirait de ce domaine ou, à tout le moins, investissait les ressources nécessaires pour faire en sorte que des gens compétents mènent ce type d'analyse.

### Dialogue avec l'émetteur

À l'heure actuelle, les occasions d'engagement entre émetteur et agence de conseil en vote sont considérablement limitées. Les agences de conseil en vote invoquent la nécessité de demeurer indépendantes et le risque de subir des influences pour ne pas s'engager auprès des émetteurs durant la saison des votes par procuration. Cela est illogique : si une agence de conseil en vote est véritablement indépendante, elle devrait être en mesure de mener sa diligence raisonnable, de poser les bonnes questions aux émetteurs et de s'engager dans un dialogue afin d'assurer l'exactitude de ses informations. De plus, l'argument selon lequel un engagement accru de l'émetteur serait trop coûteux pour les agences de conseil en vote n'est pas convaincant. Selon nous, une analyse exacte est une chose pour laquelle les clients sont disposés à payer.

Nous n'en reconnaissons pas moins qu'il serait très difficile de s'engager auprès des émetteurs sur chaque recommandation de vote, compte tenu du nombre très élevé de rapports régulièrement produits par les agences de conseil en vote. Dans notre réponse au Document 25-401 des ACVM, nous préconisons une approche pragmatique.

1. Lorsque l'agence de conseil en vote entend formuler une recommandation contraire, elle doit en discuter avec l'émetteur et en partager le rapport avec ce dernier avant que la recommandation ne soit conclue; et
2. Si le résultat de ce processus demeure une recommandation contraire voulue, l'émetteur doit disposer d'assez de temps<sup>2</sup> et de la possibilité, s'il le désire, d'inclure une remarque dans les documents qui sont fournis aux clients de l'agence de conseil en vote.

Nous sommes sensibles à l'argument des ACVM invoqué dans son Projet d'avis 25-201 selon lequel, en dépit de recommandations contraires de la part d'une agence de conseil en vote, les émetteurs peuvent s'engager directement auprès des actionnaires. Cependant, même s'il est corrigé plus tard, le tort causé par un rapport contraire – en

---

<sup>2</sup> La pratique actuelle de 24 heures est insuffisante.

particulier s'il est fondé sur une analyse inexacte – est fait aussitôt que le rapport est émis. Nous croyons que la meilleure conduite à suivre consiste à minimiser à la source le risque d'erreur. Cela peut être réalisé par un engagement accru dans les cas de recommandations contraires. Nous sommes d'avis qu'une agence de conseil en vote et un émetteur peuvent avoir des opinions divergentes sur une recommandation de vote, mais ne devraient pas avoir à diverger d'opinion sur les faits.

### Autre

Nos recommandations représentent un effort afin d'établir un accommodement entre les agences de conseil en vote et les émetteurs et de répondre aux tensions entre les deux parties. Il est important de souligner, toutefois, que sans égard à des changements ou améliorations aux pratiques des agences de conseil en vote, ces recommandations ne devraient pas être envisagées comme des solutions de remplacement à la nécessité que les investisseurs prennent leurs propres décisions, effectuent leur propre diligence raisonnable et fassent voter leurs mandataires

Il est aussi important de souligner que les agences de conseil en vote font partie d'un système plus vaste de vote par procuration, lequel est aussi sous analyse. Nous encourageons les autorités réglementaires à poursuivre leur évaluation de l'intégrité de l'infrastructure de vote par procuration telle que décrite dans le Document de consultation des ACVM 54-401 et à faire en sorte que les indications aux agences de conseil en vote s'alignent avec les objectifs décrits dans ce processus concomitant.

### Demande de commentaires

À l'égard des questions spécifiques contenues dans le Projet d'avis, nous croyons y avoir répondu directement ou indirectement dans notre présente lettre.

### Conclusion

L'industrie du conseil en vote a acquis une maturité telle que ce secteur est désormais partie intégrante de nos marchés financiers. Considérant l'impact que ses recommandations peuvent avoir sur la situation financière et la gouvernance des



sociétés inscrites en bourse et, bien sûr, sur nos marchés financiers, l'IAS est d'avis qu'il existe d'importantes possibilités d'accroître la transparence et l'exactitude de ses pratiques au profit de l'ensemble des participants au marché. L'approche pragmatique que nous proposons plus haut contribuera à y parvenir.

Selon nous, les ACVM devraient accorder à l'industrie du conseil en vote un délai d'un an pour adopter l'approche précisée dans cette lettre. Si, à l'expiration de ce délai, l'industrie n'a pas adopté ces recommandations de façon adéquate, les ACVM devraient intervenir en édictant une réglementation formelle. Nous recommandons également que les ACVM adoptent un mécanisme électronique pour la réception de commentaires et de préoccupations de la part de participants au marché afin de documenter les pratiques de vote par procuration et les expériences vécues par les participants au marché.

L'IAS salue les ACVM pour la qualité de leur document et est heureux d'avoir eu l'occasion de leur transmettre ses commentaires. Pour toute question, n'hésitez pas à communiquer avec le soussigné.

Cordialement,

Stan Magidson, LL.M., IAS.A  
Président et chef de la direction