



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

Avis de consultation des ACVM :

Projet d'Avis 25-201 relatif aux indications à l'intention des agences de conseil en vote

Présentation de l'IGOPP aux Autorités canadiennes en valeurs mobilières et à l'Autorité des marchés financiers en réponse à l'appel de commentaires sur le projet d'avis relatif aux indications à l'intention des agences de conseil en vote.

Le 16 juillet 2014

IGOPP- Commentaires sur le projet d'avis relatif aux indications à l'intention des agences de conseil en vote

Professeur Yvan Allaire, Ph.D. (MIT), MSRC
Président exécutif du conseil
Institut sur la gouvernance (IGOPP)

yallaire@igopp.org

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)
Superintendent of securities, Île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Superintendent of Securities, Terre-Neuve-et-Labrador
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

À l'attention de :

PAR COURRIEL

The Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
22nd Floor
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Télécopieur : 416-593-2318
Courriel : comments@osc.gov.on.ca

À l'attention de :

PAR COURRIEL

Me Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : 514-864-6381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Avant-propos

Le conseil d'administration de l'Institut sur la gouvernance (IGOPP) a approuvé ce commentaire sur le projet d'avis relatif aux indications à l'intention des agences de conseil en vote.

M. Louis Morisset, président et directeur général de l'Autorité des marchés financiers s'est abstenu, conformément à la politique de son organisme.

INTRODUCION

Notre Institut a publié en 2013 une prise de position portant précisément sur le sujet des agences de conseil en vote. Cette prise de position, intitulée [*Le rôle préoccupant des agences de conseil en vote \("proxy advisors"\): quelques recommandations de politiques*](#), explique les fondements de notre réflexion. Plusieurs éléments de réponse aux questions soulevées dans l'Avis de consultation proviennent intégralement de cette prise de position. Aussi, nous la joignons en annexe au présent document pour que le lecteur puisse s'y référer facilement.

De façon générale, nous croyons qu'encourager les agences de conseil en vote à prendre des indications en considération lors de l'élaboration et la mise en œuvre de leurs pratiques est en soi louable, mais nettement insuffisant. En effet, des mesures **normatives sont requises** pour assurer un encadrement approprié des activités de ces agences qui bénéficient désormais d'une influence notable auprès de nombreux acteurs des marchés financiers.

Plusieurs sujets sont traités dans le cadre du Projet d'Avis 25-201. Nous les aborderons en répondant aux questions spécifiques formulées dans le cadre de l'avis de consultation.

QUESTION #1

Approuvez-vous les pratiques recommandées aux agences de conseil en vote? Veuillez fournir des explications.

Afin de répondre adéquatement à cette question, il convient d'observer le projet selon les thèmes proposés.

CONFLITS D'INTÉRÊTS

Les mesures proposées aux sections 2.1.3 à 2.1.7 nous apparaissent insuffisantes pour éliminer les conflits d'intérêts, réels ou potentiels, qui pourraient résulter d'une situation décrite en 2.1.2. Ainsi, l'assertion proposée à la section 2.1.1 de l'Avis, qui se lit comme suit :

« Il est essentiel de repérer, de gérer et d'atténuer efficacement les conflits d'intérêts réels ou potentiels afin de donner à l'agence de conseil en vote la capacité d'offrir des services indépendants et objectifs à un client. »

devrait plutôt être libellée ainsi :

*« Il est essentiel de **prévenir** les conflits d'intérêts réels ou potentiels afin que l'agence de conseil puisse offrir des services indépendants et objectifs à ses clients ».*

Malgré la mise en place de cloisonnements, de «murailles de Chine», pour assurer qu'aucune communication ne filtre d'une unité à l'autre, des expériences concrètes, parfois très pénibles, vécues dans d'autres secteurs soulèvent des doutes quant à la sagesse d'une organisation comptant deux unités : l'une vendant des services à des sociétés qui peuvent bénéficier des « conseils indépendants » vendus aux investisseurs par l'autre, ou en souffrir.

La mobilité du personnel entre les deux unités, un phénomène normal dans toutes les entreprises, devient un problème dans le cas présent.

Bien que l'on puisse souhaiter « établir et conserver une culture de conformité en matière de conflits d'intérêts », la réalité peut s'avérer fort différente. L'établissement de politiques et procédures, de contrôles internes ou d'un code de conduite formel, ne peut garantir l'étanchéité entre les unités d'affaires en cause. Idéalement, les agences de conseil en vote devraient fonctionner avec une structure de propriété typique des organisations professionnelles, comme les cabinets d'audit, qui, désormais, ne peuvent offrir de services de conseil en gestion aux sociétés pour lesquelles elles assument un mandat d'audit.

Qui plus est, une interdiction similaire a été imposée dans le cas des agences de notation.

L'article 17g-5 de la partie 240 des règlements généraux de la loi intitulée *Securities Exchange Act of 1934* énonce ce qui suit :

« (c) *Interdiction de conflits. Il est interdit à un organisme de notation statistique reconnu au niveau national de se trouver dans l'une des situations de conflit d'intérêts suivantes relativement à l'émission ou au maintien d'une note en tant qu'agence de notation :....*

(5) L'organisme de notation statistique reconnu au niveau national attribue ou maintient une note à l'égard d'un débiteur obligataire ou d'une valeur mobilière lorsque l'organisme de notation statistique reconnu au niveau national ou une personne associée à l'organisme de notation statistique reconnu au niveau national a fait des recommandations au débiteur obligataire ou à l'émetteur, au preneur ferme ou au commanditaire de la valeur mobilière à propos de la structure juridique ou organisationnelle, des actifs, des éléments de passif ou des activités du débiteur obligataire ou de l'émetteur de la valeur mobilière. »
(nous soulignons)

Aussi, nous formulons la recommandation suivante :

- ***Les autorités de réglementation canadiennes devraient interdire aux agences de conseil en vote d'offrir des services aux sociétés à propos desquelles elle formule des recommandations de vote par procuration à ses clients institutionnels***

TRANSPARENCE ET EXACTITUDE DES RECOMMANDATIONS DE VOTE

Dans la section 2.2.1, il est mentionné qu'il « est important pour les participants au marché de comprendre la démarche de l'agence de conseil en vote pour arriver à formuler une recommandation de vote précise et d'évaluer la qualité de la recherche et de l'analyse qui la sous-tend. »

En effet, comme nous l'écrivions dans notre prise de position antérieure¹, il nous semble que le système des conseillers en vote présente des problèmes fondamentaux auxquels il faut apporter des réponses de manière urgente, notamment au niveau de leur modèle d'affaires.

Les conseillers en vote doivent relever un défi énorme. Puisque leurs clients, les investisseurs institutionnels, détiennent collectivement des actions dans toutes les sociétés cotées en bourse, les conseillers en vote doivent fournir des « conseils » pour toutes ces sociétés.

Selon le formulaire 10K de MSCI (société mère d'ISS), ISS fournit des résultats de recherche sur plus de 6 000 sociétés établies aux États Unis, et sur plus de 20 000 sociétés non américaines. Glass Lewis a fait de même pour quelque 16 000 sociétés! (Latham & Watkins LLP, mars 2011)

En 2009, on a compté plus de 20 000 propositions soumises au vote par les actionnaires pour les sociétés de l'indice Russell 3000; et cela, avant que les votes

¹ Allaire, Y. (2013) *Le rôle préoccupant des agences de conseil en vote ("proxy advisors") : quelques recommandations de politiques*. 7^{ième} Prise de position de l'IGOPP – texte en annexe au présent document.

IGOPP- Commentaires sur le projet d'avis relatif aux indications à l'intention des agences de conseil en vote

consultatifs sur la rémunération des dirigeants deviennent obligatoires! (Source : Investment Company Institute, Research Perspective 16, no.1, novembre 2010)

Plus de 54 % des assemblées annuelles des actionnaires aux États-Unis ont eu lieu en avril, en mai ou en juin. (Council of Institutional Investors, 2010)

Au Canada, près de 1 570 sociétés sont inscrites à la cote de la TSX et 2 200 de plus sont inscrites à la Bourse de croissance TSX. L'exercice d'environ 84 % des sociétés inscrites à la cote de la TSX se termine le 31 décembre. Pour près de 80 % des sociétés inscrites à la cote de la TSX, il y a moins de 50 jours entre la date où les actionnaires reçoivent la circulaire d'information de la direction et la date de tombée pour les votes par procuration. (Recherche IGOPP, 2012)

Les agences de conseil en vote utilisent ces statistiques pour justifier leur utilité et promouvoir leurs services. Mais ces mêmes statistiques créent un problème fondamental pour ces fournisseurs de services et soulèvent des questions essentielles à propos de leur modèle d'affaires. Comment sont-ils capables de gérer toute cette masse d'information et de formuler des recommandations réfléchies et équitables sur des milliers de sociétés en quelques semaines au printemps de chaque année ?

Pour accomplir cet exploit, ils doivent recourir à l'une des deux mesures suivantes, ou à une combinaison des deux, lesquelles ne peuvent donner de bons résultats en toute circonstance :

1. Une grille standardisée, une sorte d'algorithme simplifié (souvent qualifiée d'approche « one size fits all ») au moyen de laquelle on évalue les sociétés à la fois pour leur gouvernance, leur conseil d'administration, leurs régimes de rémunération, et les propositions de leurs actionnaires.
2. L'embauche de personnel temporaire, de même que possiblement la sous-traitance du volet analytique du processus à des pays à faible coût, pour gérer l'avalanche de données du printemps; ce mécanisme de gestion de la surcharge de travail soulève le problème de la compétence et de la formation de ces employés à temps partiel.

Cette situation, indéniable et incontournable, rend éminemment suspect tout le modèle d'affaires des conseillers en vote. Si seulement un dixième des sociétés traitées par les conseillers en vote exigeaient que des erreurs et des inexactitudes constatées dans les rapports les concernant soient corrigées, les conseillers en vote seraient incapables d'y donner suite, comme ils l'ont admis en toute franchise :

« Les demandes auxquelles ISS doit répondre durant la période des procurations peuvent se traduire par une absence de réponse directe de la part de l'agence, mais [le président d'ISS] a assuré les participants qu'il est tenu compte des commentaires reçus dans la mesure où l'information mise en cause a été publiquement divulguée. »

(Source: Audit Committee Leadership Network in North America View Points: **A dialogue with Institutional Shareholder Services**, Issue 39 : 7 novembre 2012).

Les clients des conseillers en vote devraient insister sur la divulgation de tous les détails pertinents des modèles d'affaires utilisés par les conseillers en vote : employés à temps plein contre employés à temps partiel, situation géographique des employés, proportion du travail accompli dans des pays étrangers, formation des employés, etc.

De plus, les ACVM devraient exiger que les conseillers en vote **fassent rapport sur leurs politiques et pratiques en ce qui concerne la formation et l'expérience de leurs analystes**, un peu comme doivent le faire les agences de notation américaines :

La SEC a proposé les normes et les règles suivantes pour les agences de notation (autrefois connues sous le vocable Nationally Recognized Statistical Rating Organizations – NRSRO / Organismes de notation statistique reconnus au niveau national) :

« Conformément à l'article 936 de la Loi Dodd-Frank, la règle proposée exigerait des NRSRO qu'ils établissent des normes de formation, d'expérience et de compétence pour les analystes de crédit et qu'ils :

IGOPP- Commentaires sur le projet d'avis relatif aux indications à l'intention des agences de conseil en vote

- *prennent en considération certains facteurs dans l'établissement de ces normes, par exemple la complexité des valeurs mobilières qui seront notées par les analystes ;*
- *procèdent à des examens périodiques des procédures et des méthodologies de notation que les analystes de crédit utilisent ;*
- *exigent qu'au moins une personne **avec au moins trois ans d'expérience** dans les analyses de crédit participe à la détermination de la note. » (nous soulignons)*

Il serait important que les conseillers en vote démontrent que les personnes chargées de produire des recommandations de vote à leurs clients institutionnels possèdent une expérience pratique du fonctionnement des conseils d'administration.

COMMUNICATIONS AVEC LES CLIENTS, LES PARTICIPANTS AU MARCHÉ, LES MÉDIAS ET LE PUBLIC

Les conseillers en vote donnent leur opinion sur presque tous les enjeux contentieux ou litigieux. Comme ces enjeux sont souvent soulevés en conséquence des actions de certains fonds spéculatifs activistes, l'opinion favorable d'un conseiller en vote, et d'ISS en particulier, constitue un atout hautement convoité dans l'argumentation des fonds activistes.

Les conseillers en vote formulent dans les faits des recommandations quant au prix offert dans le cadre d'une prise de contrôle ou quant au bien-fondé des arguments du fonds «activiste» qui propose des changements de gouvernance, de direction ou de stratégie. Ils en viennent ainsi à conseiller leurs clients institutionnels (et à tous les actionnaires, puisque leur opinion est largement répercutée dans les médias) de céder ou non leurs actions au prix proposé ou d'appuyer ou non les propositions du fonds «activiste».

Dans ces circonstances, nous recommandons que :

- ***Chaque fois que des conseillers en vote interviennent dans des situations de prise de contrôle ou de course aux procurations, leur avis devrait être accompagné d'une déclaration informant toutes les parties concernées, s'il***

y a lieu, que le conseiller en vote a agi comme consultant pour l'une des parties qui intervient dans l'opération au cours des deux dernières années.

En fait les autorités de réglementation canadiennes devraient adopter la suggestion formulée par Wachtell, Lipton, Rosen et Katz dans leur mémoire présenté à la SEC : « *On devrait exiger des agences de conseil en vote qu'elles dévoilent dans leurs recommandations si le conseiller a été dans un passé récent ou est actuellement engagé par l'un des participants à la course aux procurations visée, ou si l'une des parties intéressées dans une course aux procurations est abonnée aux services de l'agence de conseil en vote, de même que le total des honoraires versés par les parties intéressées à l'agence de conseil en vote* ».

Évidemment, si notre recommandation présentée dans la section portant sur les conflits d'intérêts était appliquée, celle-ci deviendrait sans portée pratique puisque les conseillers en vote seraient soumis à une interdiction générale d'agir en cette qualité.

QUESTION #2

Y a-t-il des préoccupations qui ne trouvent pas de réponse dans le projet d'avis relativement aux agences de conseil en vote? Veuillez fournir des explications.

Le projet d'avis apporte peu ou pas de réponses à la problématique particulière soulevée par les questions de prises de contrôle ou de course aux procurations ou encore quant à la définition de ce qui constitue (aux yeux des agences de conseil en vote) une «bonne» gouvernance ou un système de rémunération adéquat.

Les conseillers en vote se sont construits une tribune du haut de laquelle ils font la leçon aux dirigeants d'entreprise et aux conseils d'administration sur tous les aspects de la gouvernance et de la rémunération ; ni investisseurs, ni conseillers en placement, ils détiennent néanmoins une licence pour formuler des recommandations à leurs clients, les investisseurs et gestionnaires de fonds sur tout ce qui touche à la gouvernance des sociétés par actions.

Le principal acteur de ce marché, ISS, conseille aussi les entreprises sur comment celles-ci devraient s'ajuster aux avis qu'elle donne aux investisseurs institutionnels et comment elles devraient les mettre en œuvre.

Une question pertinente à cet effet a été formulée par un des intervenants lors de la Table ronde organisée par la SEC le 5 décembre dernier² :

“The question really is whether, frankly, ISS which owns no stock should have the power of a \$4 trillion voter, and I think that really is sort of the question that these regulatory quirks that we've been talking about have sort of led to. The policies that ISS adopts become de facto standards that everybody has to meet. [...] The voting recommendations are the tip of the iceberg. What happens in the boardroom when everybody says, "Oh, ISS is not going to accept this so we're not going to do it," is the iceberg itself.”

TREVOR NORWITZ, Partner, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz

Il faut encadrer les activités et l'influence de ces conseillers en vote. Leur rôle dans la définition de ce qui constitue une bonne gouvernance, un conseil d'administration efficace et une saine rémunération pour les dirigeants est hautement contestable. Ils publient des affirmations sur la gouvernance qui ne sont pas vraiment validées par de la recherche empirique. Ils ont à faire face à la logistique implacable du processus annuel des procurations à laquelle ils ne peuvent se soumettre que par des mesures insatisfaisantes, parfois carrément nocives.

Lors de situations où des agences de conseil en vote se prononcent dans le cadre d'une prise de contrôle, de courses aux procurations ou d'autres contextes litigieux, nous réitérons l'importance de la recommandation formulée à la question #1, sous le thème « *Communications avec les clients, les participants au marché, les médias et le public* ».

² U.S. Securities and Exchange Commission, Proxy Advisory Firms Roundtable, Thursday, December 5, 2013

QUESTION #3

Le projet d'avis favorise-t-il la communication d'information utile aux clients des agences de conseil en vote, aux participants au marché et au public? Dans la négative, quels autres éléments d'information devraient être ajoutés?

À la section 2.4.2 e) de l'Avis, il est proposé que « [n]ous nous attendons à ce que l'agence de conseil en vote qui formule ses recommandations de vote à ses clients leur communique également l'information suivante dans ses rapports : [...] le cas échéant, la nature et l'issue du dialogue ou des échanges avec l'émetteur dans l'élaboration des recommandations ».

À notre avis, il serait important de connaître le délai de réponse accordé à l'émetteur, le temps requis pour formuler une réponse, le cas échéant, et l'explication de l'agence de conseil en vote si elle choisit de ne pas changer son avis (conseil) à la suite de l'échange avec l'émetteur (dans le cas où l'émetteur souhaitait qu'une modification soit apportée).

De façon générale, la nature et l'issue du dialogue ou des échanges avec l'émetteur dans l'élaboration des recommandations devraient être divulgués explicitement dans les rapports de l'agence de conseil en vote.

En tout état de cause, les délais dont disposent les conseillers en procuration pour livrer leurs milliers d'avis en temps opportun à leurs clients font en sorte que ce type de dialogue est virtuellement impossible. C'est bien là une grande partie du problème.

QUESTION #4

Nous encourageons les agences de conseil en vote à envisager de désigner une personne qui l'aidera à traiter les conflits d'intérêts. Devrions-nous aussi les encourager à faire en sorte que cette personne les aide dans la formulation de leurs recommandations de vote, l'élaboration des lignes directrices en matière de vote par procuration et les questions relatives aux communications?

Tel que mentionné lors de la réponse à la Question #1, les agences de conseil en vote devraient avoir l'obligation de rendre publique toute situation de conflits d'intérêts réels ou potentiels, du moins si la réglementation ne permet pas de les éliminer formellement.

Pour ce faire, les agences de conseil en vote devraient être dans l'obligation de divulguer à leurs clients la liste de tous les clients des autres services de l'agence qui sont directement ou indirectement impliqués auprès de l'émetteur qui est le sujet des recommandations fournies par l'agence.

Dans le cas d'une prise de position lors d'un sujet litigieux ou particulier (prise de contrôle, course aux procurations, etc.), l'agence de conseil en vote devrait fournir la liste de ses clients parmi les fonds de couverture impliqués (et autres investisseurs institutionnels), en plus de tous les clients des autres services de l'agence qui sont directement ou indirectement impliqués dans la situation en question.

La proposition formulée par les ACVM représente un arrangement organisationnel qui ne règle rien.

QUESTION #5

Nous nous attendons à ce que les agences de conseil en vote communiquent leur manière d'aborder le dialogue et les échanges avec les émetteurs dans l'élaboration de leurs recommandations de vote. Devrions-nous aussi les encourager à communiquer avec les émetteurs durant ce processus? Dans l'affirmative, quels devraient être les objectifs et la forme de ces communications?

Nous croyons qu'il est dans l'intérêt de toutes les parties qu'une communication ouverte existe entre les agences de conseil en vote et les émetteurs, ne serait-ce que pour réduire les risques d'inexactitudes potentielles. De façon générale, tel que mentionné en réponse à la Question #3, la nature et l'issue du dialogue ou des échanges avec l'émetteur dans l'élaboration des recommandations devraient être divulgués explicitement dans les rapports de l'agence de conseil en vote.

Enfin, il serait approprié que les agences de conseil en vote engagent le dialogue avec des émetteurs et autres parties **avant d'adopter quelque mesure de gouvernance devant leur servir d'étalon pour mesurer la qualité de la gouvernance des sociétés**. Ces agences devraient également se montrer plus sensibles aux différences de contexte de la gouvernance d'un pays à l'autre. Le Canada, par exemple, diffère des États-Unis sur certains aspects critiques. Ainsi, la notion du droit de suivi («coattail») qui caractérise presque toutes les sociétés canadiennes dont le contrôle est exercé par une classe d'actions à vote multiple n'a pas son équivalent aux États-Unis.

QUESTION #6

Les agences de conseil en vote peuvent fournir aux clients des services de vote automatique reposant sur des lignes directrices en matière de vote par procuration. Devrions-nous les encourager à envisager d'obtenir la confirmation que le client a lu et accepté ces lignes directrices?

Oui.

Dans l'affirmative, devrions-nous les encourager à obtenir cette confirmation annuellement et après toute modification de ces lignes directrices?

Oui. Nous sommes favorables à cette proposition. Elle nous semble s'inspirer du respect élémentaire dont tout gestionnaire de fonds devrait manifester envers ses clients.

À propos l'IGOPP

Créé en 2005 par deux établissements universitaires (HEC Montréal et l'Université Concordia-École de gestion John-Molson) ainsi que par la Fondation Stephen Jarislowsky, l'Institut sur la gouvernance (IGOPP) est devenu un centre d'excellence en matière de gouvernance. Par ses activités de recherche, ses programmes de formation, ses prises de position et ses interventions dans les débats publics, l'IGOPP s'est affirmé comme référence incontournable pour tout sujet de gouvernance tant dans le secteur privé que dans le secteur public.

Notre mission

- Renforcer la gouvernance fiduciaire dans le secteur public et privé;
- Faire évoluer les sociétés d'une gouvernance strictement fiduciaire **vers une gouvernance créatrice de valeurs^{MD}** ;
- Contribuer aux débats et à la solution de problèmes de gouvernance par des prises de position sur des enjeux importants ainsi que par une large diffusion des connaissances en gouvernance.

Nos activités

Les activités de l'Institut portent sur les quatre domaines suivants:

- Prises de position
- Formation
- Recherche
- Diffusion des connaissances

Notre conseil d'administration



Yvan Allaire, Ph. D. (MIT), MSRC

Président exécutif du conseil d'administration
Institut sur la gouvernance (IGOPP)
Professeur émérite UQÀM



Hélène Desmarais

Présidente du conseil et
chef de la direction
Centre d'entreprises et
d'innovation de Montréal



Paule Doré

Administratrice de
sociétés



Christiane Germain

Coprésidente
Groupe Germain



Steve Harvey

Doyen
École de gestion John
Molson, Université
Concordia



Chaviva Hošek, Ph. D.

Professeure, École de
politiques publiques et de
gouvernance Université
de Toronto



Stephen Jarislowsky

Président du conseil
Jarislowsky Fraser Limitée



**Réal Labelle, Ph.D.,
auditeur, CA**

Titulaire de la Chaire de gouvernance Jarislowsky et professeur titulaire en sciences comptables
HEC Montréal



**Michel Magnan, Ph.D.,
FCPA, auditeur, FCA**

Professeur et titulaire de la chaire de gouvernance Jarislowsky
École de gestion John Molson, Université Concordia



Andrew T. Molson
Président du conseil
RES PUBLICA



Louis Morisset

Président et directeur général
Autorité des marchés financiers



Michel Nadeau

Directeur général
Institut sur la gouvernance (IGOPP)



Robert Parizeau

Président du conseil
AON Parizeau



Guylaine Saucier

Administratrice de sociétés



Sebastian van Berkomp

Président et chef de la direction
Van Berkomp & Associés