

Autorités canadiennes en valeurs mobilières

Document de consultation 25-401

Perspectives de réglementation des agences de conseil en vote

Le 21 juin 2012

Table des matières

Introduction	4
1. Contexte	5
1.1. Service des agences de conseil en vote	5
1.2. Rôle des investisseurs institutionnels.....	6
1.3. Hausse de la demande pour les agences de conseil en vote	6
1.4. Influence potentielle ou perçue des agences de conseil en vote	7
1.5. Incidence potentielle des préoccupations relevées sur l'intégrité du marché.....	8
2. Synthèse des préoccupations	9
2.1. Conflits d'intérêts potentiels	9
2.2. Manque de transparence	9
2.3. Inexactitudes potentielles et dialogue limité avec les émetteurs	9
2.4. Conséquences perçues en matière de gouvernance	10
2.5. Importance du recours des investisseurs institutionnels aux agences de conseil en vote	10
3. Environnement réglementaire actuel au Canada et à l'international.....	11
3.1. Canada.....	11
3.2. États-Unis.....	12
3.3. Initiatives réglementaires à l'international.....	13
4. Analyse des préoccupations exprimées et interventions réglementaires possibles.....	15
4.1. Conflits d'intérêts potentiels	16
4.1.1. Analyse.....	16
4.1.2. Solution possible.....	17
4.2. Manque de transparence	18
4.2.1. Analyse.....	18
4.2.2. Solution possible.....	18
4.3. Inexactitudes potentielles et dialogue limité avec les émetteurs.....	19
4.3.1. Analyse.....	20
4.3.2. Solution possible.....	20
4.4. Élaboration de normes de gouvernance.....	20
4.4.1. Analyse.....	21
4.4.2. Solution possible.....	21
4.5. Recours des investisseurs institutionnels aux agences de conseil en vote	21

4.5.1. Analyse.....	22
5. Perspectives d'encadrement réglementaire.....	22
5.1. Possibilités de modification de régimes existants	23
5.1.1 Inscription à titre de « conseiller »	23
5.1.1.1 Analyse et conclusion	23
5.1.2. Obligations en matière de sollicitation de procurations	24
5.1.2.1. Analyse et conclusion	24
5.2. Institution d'un nouveau régime.....	25
5.2.1. Régime d'obligations et d'information.....	25
5.2.2. Autres régimes possibles envisagés	26
5.3. Questions en vue de la consultation.....	27
Consultation	30
Annexe A	33
1. France	33
2. Commission européenne	34
3. Document de discussion de l'AEMF.....	35

Introduction

Le présent document de consultation (le « document de consultation ») a pour objet d'offrir un forum de discussion sur certaines préoccupations exprimées au sujet des services des agences de conseil en vote et de leur incidence possible sur les marchés financiers du Canada, et de circonscrire, s'il y a lieu, les mesures que les autorités en valeurs mobilières du Canada devraient prendre pour y répondre.

Les préoccupations au sujet des agences de conseil en vote qui ont été soulevées par les participants au marché, principalement des émetteurs et leurs conseillers, tombent dans les catégories suivantes : i) les conflits d'intérêts potentiels; ii) l'impression de manque de transparence; iii) les inexactitudes potentielles et le dialogue limité avec les émetteurs; iv) les conséquences possibles sur la gouvernance; et v) l'importance du recours des investisseurs institutionnels aux recommandations des agences de conseil en vote.

Nous prenons acte de ces préoccupations non sans noter que les relations entre conseillers en vote et leurs clients sont d'ordre commercial (c'est-à-dire contractuel), que les investisseurs institutionnels ont recours aux services de ces conseillers pour des motifs légitimes et que ces services ne font actuellement l'objet d'aucun encadrement réglementaire. Toutefois, dans le contexte canadien, on en sait peu sur l'utilisation que les investisseurs institutionnels font de ces services et sur la mesure dans laquelle ils y ont recours et partagent les préoccupations susmentionnées. Par ailleurs, l'incidence de ces sujets de préoccupation sur l'intégrité du marché reste à préciser.

Étant donné ces incertitudes, la présente consultation vise deux objectifs. Premièrement, nous souhaitons recueillir de l'information et des opinions sur les préoccupations des participants au marché pour éclairer notre analyse et déterminer s'il est nécessaire de réglementer les agences de conseil en vote. Dans le présent document de consultation, nous expliquons ce que les préoccupations exprimées signifient selon nous et nous demandons aux intéressés de répondre aux questions qui figurent dans la dernière partie.

Deuxièmement, nous souhaitons définir les possibilités d'intervention réglementaire pour répondre aux préoccupations exprimées et les régimes qui pourraient être envisagés à cette fin. Nous invitons les intéressés à se prononcer sur ces points. Nous étudions ci-après diverses possibilités, mais nous pourrions décider, compte tenu des commentaires reçus et de l'incidence de ces sujets de préoccupation sur l'intégrité de nos marchés, que d'autres solutions sont préférables et qu'il n'est pas nécessaire d'intervenir.

Dans la première partie du présent document de consultation, nous indiquons sommairement ce que nous comprenons des activités des agences de conseil en vote, des divers services qu'elles offrent à leurs clients et du rôle qu'elles et leurs clients jouent dans nos marchés des capitaux. Dans la deuxième partie, nous faisons un survol des préoccupations exprimées par certains participants au marché. Dans la troisième partie, nous traitons de l'environnement réglementaire au Canada et à l'international. Dans la quatrième partie, nous analysons les préoccupations et les interventions réglementaires possibles. Dans la cinquième partie, nous abordons les régimes en valeurs mobilières, existants et nouveaux, sur lesquels nous pourrions nous appuyer pour réglementer ces agences s'il s'avérait justifié de le faire.

Nous invitons les intervenants à nous faire part de leurs commentaires ou clarifications sur les préoccupations exprimées et les interventions possibles.

1. Contexte

1.1. Services des agences de conseil en vote

Les agences qui offrent des services-conseils en vote par procuration analysent les questions soumises au vote lors des assemblées des actionnaires (par les émetteurs ou les actionnaires) et font des recommandations de vote à leurs clients, généralement des investisseurs institutionnels. Elles peuvent notamment formuler des recommandations aussi bien sur des questions courantes de gouvernance que sur des regroupements d'entreprises très complexes au sujet desquels les actionnaires doivent se prononcer.

En règle générale, les agences de conseil en vote formulent des recommandations de vote d'après la conformité de l'émetteur aux pratiques ou normes de gouvernance qu'elles recommandent pour la période de sollicitation de procurations. En matière de regroupements d'entreprises, elles peuvent aussi examiner les conditions des opérations et les documents qui s'y rapportent. Elles peuvent également faire des recommandations sur mesure à leurs clients en fonction des politiques de vote de ces derniers. Tout investisseur institutionnel peut leur demander de présenter des instructions de vote fondées sur leurs lignes directrices ou sur les siennes.

Les agences de conseil en vote peuvent aussi offrir des services de vote automatique par lesquels les droits de vote rattachés aux actions du client sont exercés automatiquement selon leurs recommandations ou une politique conçue par le client. Le client peut passer outre aux recommandations et voter de nouveau avant l'échéance prévue.

Les agences peuvent apporter leur assistance pour exécuter les tâches administratives liées au suivi des nombreuses décisions de vote en offrant notamment une plateforme complète de vote par procuration qui leur permet de recevoir les bulletins de vote par procuration des clients, de collaborer avec les banques dépositaires, de voter pour les clients, de conserver des dossiers de vote et de fournir des rapports complets sur l'information contenue dans le système au sujet des assemblées, des scrutins et des comptes.

Certaines agences fournissent non seulement des conseils en vote par procuration et des services de vote aux investisseurs institutionnels, mais elles offrent aussi aux émetteurs des conseils en gouvernance ou leur attribuent des indicateurs de risque en la matière.

Au Canada, le secteur du conseil en vote par procuration est dominé par deux sociétés, Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) et Glass, Lewis & Co (Glass Lewis). Le siège social de ces entreprises se trouve aux États-Unis.

ISS est une filiale de MSCI, Inc., société qui fournit des outils d'aide à la prise de décision d'investissement, comme des indices et des analyses du risque et du rendement de portefeuilles, ainsi que des outils de gouvernance à des clients tels que de grandes caisses de retraite et de petits fonds de couverture spécialisés.

Glass Lewis est une filiale en propriété exclusive du Régime de retraite des enseignants et des enseignantes de l'Ontario (Teachers). Teachers place l'actif de la caisse et administre les rentes de retraite des enseignantes et enseignants actifs et retraités de l'Ontario.

On estime qu'aux États-Unis, ISS contrôle environ 61 % du marché, Glass Lewis environ 36 % et les autres agences de conseil en vote américaines les 3 % restants, d'après la taille du

portefeuille de l'ensemble des clients institutionnels de ces agences¹. À notre connaissance, il n'existe pas de statistiques analogues pour le marché canadien.

1.2. Rôle des investisseurs institutionnels

Les conseillers en vote jouent un rôle important dans les marchés des capitaux parce qu'ils recueillent de l'information, font des recherches, établissent des normes de vote par défaut et facilitent la participation des investisseurs aux assemblées des actionnaires.

En ce qui concerne les investisseurs institutionnels canadiens et leur obligation de voter, il apparaît que ceux qui détiennent leur participation pour le compte de leurs clients ou les bénéficiaires d'un régime seraient redevables envers ceux-ci de la gestion des actifs qu'ils détiennent en leur nom et qu'ils seraient généralement tenus d'exercer les droits de vote rattachés aux actions qu'ils détiennent². La plupart des organisations qui s'expriment au nom des investisseurs institutionnels insistent sur l'importance d'être un « investisseur actif », ce qui signifie généralement que ces investisseurs devraient exercer tous leurs droits de vote et le faire de façon éclairée³.

Cet engagement des investisseurs institutionnels peut rapprocher les intérêts des actionnaires et des dirigeants parce que, vu l'importance de leurs participations et de leur niveau de compétence, ces investisseurs peuvent agir comme représentants motivés d'une variété d'actionnaires.

Pour prendre leurs décisions de vote, les investisseurs institutionnels peuvent recourir aux services des agences de conseil en vote de diverses façons et à divers degrés. De manière générale, il semblerait que ceux qui disposent d'équipes spécialisées en matière de gouvernance et de vote s'abonnent aux rapports de recherche et aux recommandations d'une ou de plusieurs agences pour se former une opinion, tandis que les petits investisseurs institutionnels ne disposent peut-être pas des ressources internes nécessaires pour effectuer des recherches et sont par conséquent plus susceptibles de s'en remettre aux recherches et aux recommandations des agences pour voter⁴.

1.3. Hausse de la demande pour les agences de conseil en vote

Ces dernières années, la demande pour les services des agences de conseil en vote a enregistré une hausse pour plusieurs raisons, dont la croissance générale des prises de participation d'investisseurs institutionnels dans une vaste gamme d'émetteurs et la pression accrue que ces investisseurs subissent pour exercer efficacement leurs responsabilités de gérance.

Le resserrement des obligations d'information continue ainsi que le nombre et la complexité des questions sur lesquelles les actionnaires sont appelés à voter en assemblée ont aussi gonflé le volume des documents d'information. Ces facteurs, alliés aux contraintes de temps imposées par la courte période de sollicitation de procurations au Canada, ont probablement poussé à la

¹ Tamara C. Belinfanti, « The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control », *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, printemps 2009, p. 12 à 14.

² Davies Ward Phillips and Vineberg LLP, *The Quality of the Shareholder Vote in Canada*, octobre 2011 (le « mémoire de Davies »), p. 169.

³ *Ibid.*, p. 169. Au Canada, la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance traite aussi de cette question dans son *Statement of Principles Regarding Member Activism* du 16 février 2005, www.cgg.ca/site/cgg/assets/pdf/Statement_of_Principles-Member_Activism_Rev_Version_-_Feb_16_2005_.pdf.

⁴ U.S. Government Accountability Office Report to Congressional Requesters, *Corporate Shareholder Meetings: Issues Relating to Firms that Advise Institutional Investors on Proxy Voting*, juin 2007 (le « rapport du GAO »), p. 16.

hausse la demande en analyses et en recommandations des agences de conseil en vote de la part des investisseurs institutionnels.

L'influence apparente des recommandations de vote de ces agences s'est accrue avec l'augmentation de la demande pour les conseils en vote par procuration. Certains observateurs ont donc pu affirmer que ces recommandations peuvent se solder par la réussite ou l'échec des résolutions des actionnaires⁵.

1.4. Influence potentielle ou perçue des agences de conseil en vote

L'influence potentielle ou perçue des agences de conseil en vote sur les investisseurs institutionnels et individuels est une question complexe. Comme nous l'avons vu, les conseillers en vote peuvent jouer un rôle important, surtout pour les investisseurs qui n'ont pas l'expertise voulue pour s'exprimer sur les questions soumises aux actionnaires, qui ne disposent pas des ressources internes nécessaires pour faire des recherches ou qui estiment qu'il est approprié, dans certaines situations, de se fonder sur des recommandations externes pour exercer leurs droits de vote. Les agences de conseil en vote fournissent aux autres investisseurs de l'information, des analyses et des recherches complémentaires qui peuvent améliorer globalement la qualité des votes.

Au Canada, à l'heure actuelle, l'influence potentielle des recommandations des agences de conseil en vote pourrait être importante parce qu'en moyenne, environ 32 % des actions des émetteurs inscrits à la Bourse de Toronto appartiennent à des investisseurs institutionnels⁶.

Il est à prévoir que certains facteurs contribueront à accroître le volume de votes par procuration. Or cette croissance pourrait s'accompagner d'un recours accru aux agences de conseil en vote⁷. Toutefois, l'importance du recours des investisseurs institutionnels à ces agences prête à controverse. D'aucuns avancent qu'il s'agit, aux yeux de certains d'entre eux, d'une sorte d'assurance contre les critiques des organismes de réglementation, particulièrement aux États-Unis, parce que ces investisseurs considèrent que les conseils des agences de conseil en vote font partie des procédures de contrôle diligent à suivre pour s'acquitter de leurs obligations fiduciaires (voir par exemple le mémoire du Centre⁸ présenté à la Securities and Exchange Commission (SEC))⁹.

⁵ Paul H. Edelman et Randall S. Thomas, « Selectica Resets the Trigger on the Poison Pill: Where Should the Delaware Courts Go Next? », Vanderbilt University Law School, Public Law and Legal Theory, Working Paper Number 11-20, juin 2011, p. 40 : « [traduction] les conseillers en vote comme Risk Metrics peuvent influencer sur les décisions de vote des investisseurs institutionnels. Les tribunaux et les universitaires reconnaissent que les recommandations de ces conseillers peuvent avoir une incidence profonde sur le résultat des scrutins. » Voir aussi le mémoire de Davies, ci-dessus, note 2, p. 162.

⁶ Recherche dans les données de Bloomberg (janvier 2012) selon le pourcentage moyen des participations d'investisseurs institutionnels dans 1 114 des 1 500 émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de Toronto (il n'existe pas de données sur ces participations pour tous les émetteurs).

⁷ Center on Executive Compensation (le « Centre »), *A call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo: The Case for Greater Accountability and Oversight*, janvier 2011, p. 15 à 19 et 21.

⁸ Situé à Washington, le Centre élabore et promeut des pratiques de rémunération et de gouvernance fondées sur des principes. Il plaide en faveur de politiques de rémunération qui soient dans l'intérêt des actionnaires (site Web du Centre : <http://www.execcomp.org/>)

⁹ Mémoire du Centre daté du 25 octobre 2010 en réponse au document de consultation de la SEC sur le régime américain de vote par procuration publié le 14 juillet 2010 (le « document de consultation de la SEC »), p. 3 : « [traduction] Une des principales raisons pour lesquelles les investisseurs institutionnels ont recours aux agences de conseil en vote, aux États-Unis, est une interprétation proposée par la SEC en 2003, selon laquelle les conseillers en placements peuvent remplir leur obligation d'exercer les droits de votes rattachés à leurs procurations et démontrer

Selon certaines études américaines, de 15 à 20 % des clients d'ISS ont autorisé cette société, la plus importante agence de conseil en vote d'Amérique du Nord, à exercer automatiquement et comme bon lui semble les droits de votes rattachés à leurs procurations¹⁰.

Nous constatons toutefois que les investisseurs institutionnels suivent généralement les politiques et les recommandations de ces agences en matière de gouvernance parce qu'ils les ont étudiées et y souscrivent ou, s'ils n'ont pas étudié la question indépendamment, sont disposés à s'y fier parce qu'ils estiment que les lignes directrices de ces agences en matière de vote sont conformes à leurs opinions ou à leurs lignes directrices¹¹. On pourrait considérer que l'influence potentielle des agences est positive dans la mesure où elles fondent leurs recommandations sur les opinions et les préférences des investisseurs institutionnels canadiens en matière de gouvernance. De ce point de vue, leur influence potentielle n'est pas nécessairement négative.

Il est difficile de dire si les recommandations des agences de conseil en vote ont une incidence indirecte sur les investisseurs individuels. Les recommandations des conseillers en vote au sujet des questions sur lesquelles les actionnaires sont appelés à voter sont parfois très médiatisées. Dans les élections contestées, par exemple, les émetteurs et les actionnaires dissidents diffusent couramment des communiqués faisant état des recommandations en leur faveur, recommandations qui sont jugées assez importantes pour être relayées par les médias. Au moins un auteur estime cependant que ces investisseurs sont probablement influencés par le « [traduction] déluge de reportages qui accompagne souvent les recommandations officielles de ces agences¹² ».

Des témoignages anecdotiques indiquent que les émetteurs peuvent se sentir forcés d'accepter les politiques de gouvernance des agences de conseil en vote, que ces politiques tiennent dûment compte ou non des facteurs clés et de leur situation¹³.

1.5. Incidence potentielle des préoccupations relevées sur l'intégrité du marché

Certains participants au marché invoquent l'influence potentielle des agences de conseil en vote sur le résultat des scrutins et la gouvernance des émetteurs ainsi que l'incidence négative des conflits d'intérêts et du manque de transparence (voir ci-dessous) pour réclamer un encadrement réglementaire de ce secteur. Les critiques soutiennent également que l'intégrité du marché peut être d'autant plus compromise que la concurrence est limitée dans le secteur du conseil en vote par procuration, à tel point que les forces du marché (l'offre et la demande) n'agissent pas suffisamment sur la qualité des recommandations des agences.

qu'ils ne sont pas, ce faisant, en conflit d'intérêts en votant conformément à une politique préétablie et selon les recommandations d'un tiers indépendant. Or les agences de conseil en vote sont considérées comme des tiers indépendants. Par conséquent, si les investisseurs institutionnels se fient à leurs recommandations, ils sont réputés avoir rempli leurs obligations fiduciaires de voter dans l'intérêt des investisseurs. »

¹⁰ Tamara C. Belinfanti, ci-dessus, note 1, p. 15. Voir aussi, Paul Rose, « The Corporate Governance Industry », *The Journal of Corporation Law*, été 2007, p. 103.

¹¹ Mémoire de Davies, ci-dessus, note 2, p. 162.

¹² John Mackie, « Failed TMX Bid Puts Spotlight on Proxy Advisory Firms », *Business Law Currents*, 30 juin 2011.

¹³ Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, mémoire du 19 octobre 2010 en réponse au document de consultation de la SEC (ci-dessus, note 9), p. 5. *Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance*, 23 septembre 2010, p. 23 : « [traduction] Les agences de conseil en vote semblent élaborer annuellement de nouvelles politiques qui constituent les meilleures pratiques pour les conseils d'administration, puis se servir du "bâton" d'une recommandation d'abstention pour les administrateurs qui ne suivent pas leur conception courante des meilleures pratiques ». Mémoire de Davies, ci-dessus, note 2, p. 162.

Selon nous, il peut être approprié que les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) envisagent d'encadrer les agences de conseil en vote si les sujets de préoccupation susmentionnés s'avèrent réels et nuisent à l'intégrité des marchés des capitaux du Canada. Le présent document de consultation vise donc à recueillir de plus amples renseignements pour évaluer la validité des préoccupations exprimées au sujet des activités des conseillers en vote, leur incidence sur les marchés des capitaux et, si cela est justifié, la nécessité d'une intervention réglementaire, de même qu'à proposer l'intervention appropriée.

2. Synthèse des préoccupations

Dans la présente section, nous exposons les préoccupations exprimées par certains participants au marché, principalement des émetteurs et leurs conseillers juridiques, ainsi que leur incidence potentielle.

Nous les abordons en plus ample détail, avec notre analyse des facteurs atténuants, dans la quatrième partie.

2.1. Conflits d'intérêts potentiels

Il peut y avoir conflit d'intérêts lorsqu'une agence de conseil en vote fournit des recommandations de vote à des investisseurs institutionnels sur des questions de gouvernance au sujet desquelles elle a déjà conseillé l'émetteur. La structure de propriété de certaines agences peut également nuire à leur indépendance. Les clients institutionnels d'une agence de conseil en vote pourraient aussi être les instigateurs d'une résolution d'actionnaires qui pourrait faire l'objet d'une recommandation positive de l'agence.

Les conflits d'intérêts potentiels peuvent compromettre l'indépendance des recommandations de vote ou donner l'impression qu'elles ne sont pas crédibles. Les conflits d'intérêts potentiels qui ne sont pas correctement dépistés et gérés peuvent être considérés comme nuisibles à l'intégrité du processus de vote.

2.2. Manque de transparence

Il semblerait que les préoccupations relatives au manque de transparence résultent de la conjugaison i) du manque d'information sur la façon dont les agences de conseil en vote formulent leurs recommandations de vote et ii) de la non-publication des rapports en tant que tels. Le manque de transparence fait craindre que les émetteurs et les investisseurs ne soient pas en mesure d'évaluer pleinement la qualité de l'information et de l'analyse qui sous-tendent les recommandations de vote et leur bien-fondé, ce qui pourrait nuire à l'intégrité de nos marchés des capitaux. Les rapports sur les recommandations de vote étant le produit d'une relation commerciale entre les agences de conseil en vote et leurs clients, ils ne sont fournis qu'aux abonnés, mais ces derniers, ainsi que les émetteurs ou d'autres intéressés, peuvent les communiquer aux médias pour des raisons stratégiques.

2.3. Inexactitudes potentielles et dialogue limité avec les émetteurs

Certains émetteurs craignent que les inexactitudes apparentes relevées dans les rapports des conseillers en vote puissent conduire à des décisions mal éclairées si les investisseurs institutionnels s'appuient substantiellement sur des analyses déficientes sous-tendant les recommandations de vote. Cette préoccupation est particulièrement vive dans les cas où il faut se prononcer sur des questions complexes et controversées comme les regroupements d'entreprises ou lorsque le scrutin est serré.

Les émetteurs trouvent également que le processus de dialogue avec les agences de conseil en vote dans ces situations est souvent confus. Cependant, on ignore si les inexactitudes figurant dans les rapports sont de simples divergences d'opinion entre les émetteurs et les agences de conseil en vote ou s'il s'agit de recommandations mal éclairées.

2.4. Conséquences perçues en matière de gouvernance

On craint également que les agences de conseil en vote ne soient devenues des normalisatrices de fait en matière de gouvernance et que les émetteurs ne soient par conséquent contraints d'adopter certaines normes uniformes qui ne leur conviennent peut-être pas complètement. Un sondage effectué en 2010 par le Centre révèle que 54 % des répondants avaient modifié ou adopté un plan, une politique ou une pratique de rémunération au cours des trois années précédentes principalement pour respecter les normes d'une agence de conseil en vote¹⁴.

Comme preuve supplémentaire de l'influence des conseillers en vote sur la gouvernance, signalons que certains cabinets d'avocats canadiens spécialisés en droit des sociétés conseillent à leurs clients émetteurs de consulter les lignes directrices canadiennes d'ISS en matière de vote par procuration et les mises à jour d'ISS sur la politique en matière de gouvernance au Canada¹⁵.

Reconnaissons toutefois que cette influence sur les pratiques de gouvernance peut être bénéfique pour les investisseurs puisqu'elle peut mener à l'adoption de meilleures pratiques en la matière.

2.5. Importance du recours des investisseurs institutionnels aux agences de conseil en vote

À ce jour, nous n'avons reçu aucune plainte de la part des investisseurs institutionnels abonnés aux services d'agences de conseil en vote. Cependant, comme nous l'avons mentionné, certains participants au marché craignent que les investisseurs institutionnels ne s'en remettent trop aux recommandations des agences de conseil en vote. Dans les faits, ils peuvent s'en remettre complètement aux recommandations, en votant automatiquement en fonction de celles-ci, ou partiellement, en faisant leurs propres recherches et en tenant compte des recommandations dans leurs analyses en vue du vote.

Les investisseurs institutionnels sont redevables envers leurs clients de la gestion des actifs qu'ils détiennent en leur nom. Ils doivent notamment exercer les droits de vote rattachés aux actions, que ce soit pour protéger la valeur des investissements à long terme ou pour approuver ou rejeter les mesures ou les événements susceptibles de leur nuire à court terme¹⁶.

Dans le contexte canadien, on en connaît peu sur le recours des investisseurs institutionnels aux services des agences de conseil en vote, et on ne sait guère si ces investisseurs ont des préoccupations au sujet des activités de ces agences mais n'ont pas beaucoup d'options en raison du manque de concurrence dans le secteur ou pour d'autres raisons.

Pour obtenir davantage de renseignements à ce sujet de la part des investisseurs institutionnels, nous posons certaines questions à la fin du présent document de consultation.

¹⁴ Centre, ci-dessus, note 7, p. 4.

¹⁵ Voir par exemple Stikeman Elliott S.E.N.C.R.L., s.r.l., *Continuous Disclosure Guide – 2011* (1^{er} mars 2011), Canadian Securities Law, www.canadiansecuritieslaw.com/2011/03/articles/continuous-timely-disclosure/continuous-disclosure-guide-2011/, et McCarthy Tétrault S.E.N.C.R.L., s.r.l., *Management Proxy Circular Disclosure (and related matters) – Aide-mémoire*, www.mccarthy.ca/pubs/Management_Proxy_Circular_Disclosure.pdf, p. 5.

¹⁶ Mémoire de Davies, ci-dessus, note 2, p. 169.

3. Environnement réglementaire actuel au Canada et à l'international

3.1. Canada

À l'heure actuelle au Canada, les autorités en valeurs mobilières n'encadrent pas les agences de conseil en vote, mais elles se sont déjà intéressées à leurs activités, jusqu'à un certain point, particulièrement dans le contexte de la réglementation de l'inscription et de la sollicitation de procurations.

Selon le régime d'inscription, le conseiller est la personne qui exerce ou se présente comme exerçant l'activité consistant à conseiller autrui en matière d'investissement en valeurs ou d'achat, de souscription ou de vente de valeurs¹⁷. Or, d'après la description ci-dessus de leurs activités, les conseillers en vote ne conseillent pas leurs clients en matière d'achat, de souscription ou de vente de valeurs, mais se contentent de les conseiller sur l'exercice des droits de vote rattachés aux titres qu'ils possèdent déjà.

Il convient néanmoins de noter qu'en 2003, Fairvest Corporation, qui s'appelle désormais Institutional Shareholder Services Canada Corp. (filiale canadienne d'ISS), a été dispensée de nos exigences d'inscription à titre de conseiller à condition que les résolutions concernant des regroupements d'entreprises (c'est-à-dire des résolutions qui peuvent se traduire par l'exécution d'opérations sur titres) ne dépassent pas 5 % du total des résolutions au cours d'un exercice¹⁸.

En ce qui concerne le régime de sollicitation de procurations, le *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* (le « Règlement 51-102 »), qui s'applique aux émetteurs assujettis en général, prévoit une définition de l'acte de « solliciter ». La fourniture de conseils en vote par procuration pourrait être visée par le paragraphe c de cette définition, ce qui signifierait que cette activité entraîne les obligations en matière de sollicitation de procurations prévues à la partie 9 de ce règlement.

Cependant, pour clarifier les obligations des agences de conseil en vote, les conseils en vote par procuration sont exclus de la définition de « solliciter » s'ils sont communiqués aux clients (porteurs de titres) dans le cours normal des activités et non pour le compte d'une personne sollicitant des procurations. Par conséquent, dans ces circonstances, les conseils n'entraînent pas les obligations d'information relatives à la sollicitation de procurations prévues par le Règlement 51-102.

Les parties pertinentes de la définition sont les suivantes :

« solliciter » : à propos d'une procuration, notamment les actes suivants :

[...]

- c) envoyer un formulaire de procuration ou toute autre communication à un porteur dans des circonstances qui, pour une personne raisonnable, amèneront probablement ce porteur à donner, refuser ou révoquer une procuration;

[...]

à l'exclusion des actes suivants :

¹⁷ Se reporter à la définition de « conseiller » dans chacune de nos lois sur les valeurs mobilières.

¹⁸ À l'époque, Fairvest Corporation avait demandé la dispense parce qu'elle fournissait parfois des conseils en vote par procuration relativement à des opérations structurelles comme des regroupements d'entreprises ou d'autres types de réorganisations qui pouvaient influencer sur la décision d'investir dans des titres, d'en souscrire, d'en acheter ou d'en vendre. Ces opérations représentaient une petite part des résolutions au sujet desquelles elle fournissait des conseils en matière de vote par procuration.

[...]

- k) envoyer aux porteurs une communication, à l'exception d'une sollicitation faite par la direction de l'émetteur assujetti ou en son nom, dans l'un des cas suivants :

[...]

- iii) la communication [leur] est faite, à titre de client[s], par une personne qui fournit des conseils en matière de finances, de gouvernance ou de vote par procuration dans le cours normal de ses activités et porte sur des conseils relatifs au vote par procuration, lorsque les conditions suivantes sont réunies :
- A) la personne déclare aux porteurs ses relations significatives avec l'émetteur assujetti et les membres du même groupe que lui ou avec un porteur qui a présenté à cet émetteur une question qu'il entend soumettre à l'assemblée des porteurs ainsi que ses intérêts importants dans un élément sur lequel elle donne ces conseils;
 - B) la personne ne reçoit une commission ou une rémunération spéciale en contrepartie de ces conseils que des porteurs à qui ils sont fournis;
 - C) ces conseils ne sont pas fournis au nom d'une personne sollicitant des procurations ou d'un candidat à l'élection des administrateurs;

On trouve des dispositions équivalentes dans la définition de « sollicitation » prévue à l'article 147 de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (sous-paragraphe *vii* du paragraphe *b* de la définition) et dans l'article 68 du *Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral*.

Comme nous le verrons en plus ample détail dans la cinquième partie, nous sommes toujours d'avis qu'aucun de ces régimes ne convient pour réglementer les agences de conseil en vote.

3.2. États-Unis

Comme nous l'avons précisé, le siège social d'ISS et de Glass Lewis se trouve aux États-Unis. Outre ces deux sociétés, le secteur américain du conseil en vote par procuration comprend deux autres sociétés importantes, Marco Consulting Group et Egan-Jones Proxy Services. ISS et Marco Consulting Group se sont inscrites auprès de la SEC à titre de conseillers (*investment advisers*) en vertu de la loi de 1940 intitulée *The Investment Advisers Act* (la « Loi sur les conseillers ») en se prévalant de la dispense pour les conseillers en régimes de retraite évoquée ci-après¹⁹. Par conséquent, ces sociétés sont tenues de fournir certains renseignements, notamment au sujet des ententes avec leurs clients qui occasionnent des conflits d'intérêts, et d'adopter, de mettre en œuvre et de réviser annuellement un programme interne de conformité reposant sur des politiques et des procédures écrites raisonnablement conçues pour les empêcher, ainsi que les personnes qu'elles supervisent, d'enfreindre la Loi sur les conseillers²⁰.

La SEC décrit la réglementation actuelle de ces agences en vertu de la législation fédérale américaine en valeurs mobilières dans le document de consultation abordé à la rubrique 3.3, ci-

¹⁹ Document de consultation de la SEC, ci-dessus, note 9, p. 109. Aux États-Unis, l'« investment adviser », au sens de la Loi sur les conseillers, est la personne qui donne des conseils à autrui sur la valeur de titres, que ce soit pour y investir, en souscrire, en acheter ou en vendre, ou qui publie des rapports ou des analyses concernant des titres, contre rémunération.

²⁰ *Ibid.*, p. 113.

après. Selon leurs activités, ces agences peuvent être assujetties à cette législation au moins à deux égards. La SEC décrit la réglementation fédérale actuelle des agences de conseil en vote américaines en ces termes :

[Traduction] Premièrement, étant donné la grande portée de la définition de « sollicitation », les agences de conseil en vote peuvent être soumises à nos règlements sur la sollicitation de procurations du fait qu'elles émettent des recommandations concertées en vue de l'obtention, du refus ou de la révocation d'une procuration. En règle générale, la fourniture de conseils en vote par procuration est assimilée à la « sollicitation » [...] mais nous avons adopté la Rule 14a-2(b)(3) de la loi intitulée *Securities Exchange Act* pour dispenser la fourniture de tels conseils par un conseiller à toute personne avec laquelle il entretient une relation d'affaires des obligations d'information et de dépôt prévues par les règles fédérales relatives aux procurations, à certaines conditions.

[...]

Même dispensée de ces obligations, la fourniture de conseils en vote par procuration reste néanmoins soumise à l'interdiction, prévue par la Rule 14a-9, de faire des déclarations fausses ou trompeuses.

Deuxièmement, les agences de conseil en vote entrent dans la définition de « conseiller » prévue par la Loi sur les conseillers lorsqu'elles offrent certains services. Elles sont donc assujetties aux règlements pris en vertu de cette loi [...] Les agences de conseil en vote fournissent des analyses de résolutions des actionnaires, de candidatures aux postes d'administrateur et d'événements de marché ainsi que des conseils sur certains votes de manière à aider leurs clients institutionnels à atteindre leurs objectifs de placement à l'égard des titres comportant droit de vote qu'ils détiennent. Ce faisant, elles remplissent les conditions de la définition de « conseiller » parce qu'elles publient des rapports ou des analyses concernant des titres et conseillent autrui sur la valeur de titres contre rémunération²¹.

Les agences de conseil en vote peuvent avoir à s'inscrire auprès de la SEC comme conseillers. La SEC indique ce qui suit :

[Traduction] L'inscription des conseillers auprès de la Commission dépend de plusieurs facteurs. Il leur est généralement interdit de s'inscrire s'ils gèrent moins de 25 millions de dollars d'actifs. Or il est peu probable que les agences de conseil en vote gèrent suffisamment d'actifs pour s'inscrire auprès de la Commission parce qu'habituellement, elles ne gèrent pas les actifs de leurs clients. Elles peuvent néanmoins avoir la permission de s'inscrire parce qu'elles ont droit à une des dispenses de l'interdiction de s'inscrire selon la Rule 203A-2 de la Loi sur les conseillers. Certaines d'entre elles peuvent notamment se prévaloir de la dispense pour conseillers en régimes de retraite si elles comptent parmi leurs clients des régimes de retraite d'une valeur minimale totale de 50 millions de dollars²².

3.3. Initiatives réglementaires à l'international

Divers organismes de réglementation internationaux s'intéressent aussi au rôle des agences de conseil en vote et aux options d'encadrement qui s'offrent.

²¹ *Ibid.*, p. 107 à 110. Voir aussi la définition d'« investment adviser » à la note 19.

²² *Ibid.*, p. 112 et 113.

Aux États-Unis, la SEC a entamé une consultation en publiant en juillet 2010 son document de consultation pour évaluer la problématique réglementaire et les options qui permettraient d'y remédier sans toutefois proposer de régime particulier.

Le document de consultation de la SEC traitait de divers aspects du régime américain de sollicitation de procurations et comportait une section consacrée aux agences de conseil en vote.

Le document de consultation de la SEC faisait état des doléances que les participants au marché ont exprimées relativement au manque d'exactitude et de transparence des recommandations de ces agences. Il évoquait également l'apparence de conflits d'intérêts dans lequel elle se placent en fournissant des recommandations de vote par procuration aux investisseurs institutionnels et des conseils aux émetteurs qui ont besoin d'assistance pour formuler les résolutions soumises aux actionnaires ou pour améliorer la notation de leur gouvernance.

Dans notre analyse des préoccupations des participants au marché, nous avons examiné les commentaires adressés à la SEC au sujet des agences de conseil en vote. Les intervenants comptaient notamment des émetteurs, des investisseurs institutionnels, des cabinets d'avocats, des universitaires, les agences de conseil en vote et des associations professionnelles.

Certains grands thèmes se dégagent des commentaires :

- Les intervenants s'entendent pour dire que les services-conseils en vote par procuration ont une incidence sur le processus de vote par procuration et que les agences de conseil en vote influent sur le résultat des scrutins et le comportement des sociétés. Les investisseurs institutionnels estiment cependant que l'on exagère l'influence sur le résultat des scrutins.
- Les intervenants s'accordent à dire que les actionnaires institutionnels auront de plus en plus recours aux recherches et aux recommandations des agences de conseil en vote.
- Les agences de conseil en vote aident les investisseurs institutionnels à gérer leurs responsabilités en matière de vote. Les grands investisseurs institutionnels ont des politiques internes et utilisent surtout les conseils de ces agences pour se renseigner, tandis que les petits ne disposent peut-être pas du personnel nécessaire pour évaluer pleinement toutes les questions soumises au vote et peuvent conclure, pour des raisons de coût, qu'il convient de voter largement ou complètement en fonction des recommandations des agences.
- Sur la question des conflits d'intérêts, d'aucuns estiment que l'habitude actuelle d'utiliser des phrases passe-partout est inadéquate : il faudrait mentionner les conflits expressément et de manière exhaustive. Certains intervenants recommandent d'interdire les conflits d'intérêts et d'autres, d'instaurer une séparation totale entre les activités de conseil en vote et les services-conseils au sein des agences qui offrent des services-conseils aux sociétés cotées.
- Les intervenants s'entendent également pour dire qu'il faudrait communiquer les règles méthodologiques et les motifs des recommandations de vote. Les investisseurs seront mieux placés pour comprendre et évaluer les recommandations de vote s'ils ont davantage d'information sur les critères et les processus utilisés.
- Presque tous les émetteurs déclarent s'inquiéter que les rapports sur les recommandations de vote contiennent des erreurs et qu'ils n'ont guère la possibilité de les faire corriger par les agences de conseil en vote. Nombre d'entre eux estiment que les agences devraient se doter de procédures garantissant l'exactitude factuelle et la fiabilité de leurs publications et offrant aux émetteurs la possibilité de les examiner et de les commenter.

À la date de la présente publication, nous ne connaissons pas l'échéancier ni les projets réglementaires de la SEC dans ce domaine. Nous suivrons de près l'évolution de la situation aux États-Unis.

En 2009, la commission de la Bourse de New York sur la gouvernance a effectué un examen exhaustif des principes de gouvernance. Dans son rapport du 23 septembre 2010, elle a indiqué, dans le principe 8 relatif aux agences de conseil en vote, qu'elle « [traduction] prend acte de l'influence des agences de conseil en vote sur le marché et estime qu'elles devraient être tenues à des normes adéquates de transparence et de responsabilité ».

La commission a recommandé ce qui suit :

1. la SEC devrait étudier le rôle des agences de conseil en vote pour établir leur incidence potentielle, notamment sur la gouvernance et le comportement des sociétés, et déterminer s'il convient de les réglementer davantage;
2. les agences de conseil en vote devraient au moins avoir l'obligation de communiquer les politiques et méthodes qu'elles suivent pour formuler leurs recommandations de vote ainsi que les conflits d'intérêts importants, et se doter de codes de conduite rigoureux pour agir avec discernement, exactitude et équité envers les actionnaires et les sociétés;
3. les agences de conseil en vote devraient être tenues de publier les réponses des sociétés à leurs analyses et conclusions²³.

Des initiatives analogues, dont les suivantes, ont été entreprises en Europe.

1. L'Autorité des marchés financiers de la France (l'« AMF française ») a publié le 18 mars 2011 la *Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote*, qui traite notamment des normes que les agences de conseil en vote doivent respecter pour promouvoir la transparence et gérer les conflits d'intérêt.
2. La Commission européenne a publié pour consultation le 5 avril 2011 le Livre vert intitulé *Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE* en vue d'évaluer la nécessité d'améliorer la gouvernance des sociétés cotées européennes.
3. L'Autorité européenne des marchés financiers a publié pour consultation le 22 mars 2012 le document de discussion intitulé *An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options*.

On trouvera de plus amples renseignements sur ces initiatives internationales à l'Annexe A.

4. Analyse des préoccupations exprimées et interventions réglementaires possibles

Dans la deuxième partie, nous avons fait état de certaines des préoccupations des participants au marché. Dans la présente partie, nous déterminerons si ces préoccupations soulèvent des questions d'intégrité du marché qui nécessitent une intervention réglementaire de la part des autorités en valeurs mobilières. Nous verrons également la mesure dans laquelle les conseillers en vote y apportent des solutions de leur plein gré sans qu'il soit nécessaire d'intervenir.

Dans l'ensemble, toute intervention devrait être proportionnelle à l'incidence potentielle de ces préoccupations sur l'intégrité du marché. Nous analyserons chaque préoccupation et, s'il y a lieu, aborderons les interventions qui permettraient d'y répondre.

²³ *Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance*, 23 septembre 2010, p. 6.

Les intervenants sont invités à formuler des commentaires sur les préoccupations exprimées, notre analyse, les interventions réglementaires possibles ainsi que sur toute autre perspective intervention.

4.1. Conflits d'intérêts potentiels

Les agences de conseil en vote peuvent conseiller des émetteurs en matière de gouvernance ou de rémunération de la haute direction ou les aider à élaborer des résolutions à présenter aux actionnaires. Certaines agences notent aussi la qualité des politiques de gouvernance des émetteurs et les conseillent en vue d'améliorer leur notation²⁴. Par conséquent, les agences de conseil en vote peuvent fournir des recommandations de vote aux investisseurs institutionnels sur des questions de gouvernance au sujet desquelles elles ont conseillé l'émetteur.

De même, les clients institutionnels d'une agence de conseil en vote pourraient être les instigateurs d'une résolution d'actionnaires qui pourrait faire l'objet d'une recommandation de vote positive de l'agence.

La structure de propriété peut aussi occasionner des conflits. Par exemple, Glass Lewis est la propriété de Teachers, qui investit, en bourse et de façon privée, dans des émetteurs au sujet desquels Glass Lewis fait des recommandations.

La pratique actuelle semble être de fournir le minimum d'information dans le rapport pertinent, parfois sous forme de phrases passe-partout qui indiquent simplement que des conflits d'intérêts peuvent se produire²⁵.

4.1.1. Analyse

Nous observons que les agences de conseil en vote ont des politiques et des procédures en matière de conflits d'intérêts.

Par exemple, ISS gère les conflits potentiels en appliquant ses lignes directrices publiées en matière de politique de vote, en mettant en œuvre un programme de conformité (code de déontologie qui prescrit la conduite du personnel dans l'exercice de ses fonctions), en cloisonnant l'information pour atténuer les conflits entourant l'activité de conseil et en déclarant les conflits. Les clients sont informés des conflits potentiels et chaque rapport de recommandation de vote est assorti d'une mention indiquant que l'émetteur peut être client d'ISS. Les clients institutionnels peuvent communiquer avec les services juridiques d'ISS pour obtenir des renseignements précis²⁶.

Glass Lewis indique quant à elle les conflits potentiels sur la page de couverture de ses rapports, notamment lorsqu'un client institutionnel soumet une résolution au vote. Elle précise également si un gestionnaire de portefeuille filiale d'une société cotée au sujet de laquelle elle rédige un rapport est abonné à ses recherches. En outre, lorsque Glass Lewis sait, parce que l'information

²⁴ ISS publie des « indicateurs de risque en matière de gouvernance ». Voir www.issgovernance.com/grid-info.

²⁵ Faculté de droit de l'Université Cornell, mémoire du 20 octobre 2010 en réponse au document de consultation de la SEC (ci-dessus, note 9), p. 3. Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite, mémoire du 22 décembre 2010 en réponse au document de consultation de la SEC (ci-dessus, note 9), p. 3 : « [traduction] les formules générales sont inadéquates : les agences de conseil en vote devraient fournir des renseignements précis sur l'existence de conflits d'intérêt potentiels ». Voir aussi le document de consultation de la SEC (ci-dessus, note 9), p. 117.

²⁶ ISS, mémoire du 20 octobre 2010 en réponse au document de consultation de la SEC (ci-dessus, note 9), p. 8.

est publique, que Teachers a une participation importante à déclarer dans une société qu'elle couvre, elle en fait mention sur la page de couverture du rapport qui la concerne²⁷.

Bien que ce qui précède laisse entendre que les agences de conseil en vote prennent certaines mesures préventives, il reste à déterminer si toute l'information concernant leurs politiques et procédures est accessible au public et si sa publication contribuerait à répondre aux préoccupations exprimées sur la question des conflits d'intérêts.

4.1.2. Solution possible

La réglementation des valeurs mobilières maîtrise les conflits d'intérêts potentiels par leur interdiction, l'adoption de politiques ou de procédures d'atténuation ou leur déclaration.

L'interdiction des conflits d'intérêts ne serait justifiée que s'il était clairement démontré qu'un quelconque conflit d'intérêts potentiel aurait des répercussions négatives importantes sur l'intégrité du marché. Nous ne croyons pas que l'interdiction pure et simple des conflits d'intérêts soit nécessaire ou opportune pour les agences de conseil en vote pour le moment.

Nous avons considéré les obligations que les analystes en recherche doivent remplir, en matière de conflits d'intérêts, lorsqu'ils publient des rapports ou font des recommandations d'achat ou de vente de titres. La règle 3400²⁸ des Règles des courtiers de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) établit les règles minimales quant aux procédures que doivent suivre les analystes travaillant pour les courtiers en placement. Nous pourrions évaluer la pertinence de ces dispositions dans l'élaboration d'un règlement applicable aux agences de conseil en vote. Nous notons cependant que les analystes sont plus directement visés par notre mandat de protéger les investisseurs et l'efficacité du marché.

Pour répondre adéquatement aux préoccupations exprimées, nous pourrions exiger que les agences de conseil en vote repèrent les conflits d'intérêts et les contrôlent au moyen de structures organisationnelles adéquates. Certaines de ces structures existent peut-être déjà mais ne sont pas totalement transparentes pour les autres participants au marché, puisque la réglementation n'oblige pas les agences de conseil en vote à communiquer de l'information à leur sujet.

Si les participants au marché conviennent qu'une intervention réglementaire est justifiée relativement aux conflits d'intérêts potentiels chez les agences de conseil en vote, nous demandons aux intervenants s'il convient d'obliger ces dernières à élaborer, à mettre en œuvre et à communiquer des politiques et des procédures pour les gérer.

Nous sollicitons notamment des commentaires sur les obligations éventuelles suivantes des agences de conseil en vote. Elles devraient :

1. séparer leur services de vote par procuration de leurs services-conseils;
2. se doter de politiques et de procédures conçues pour relever et gérer tout conflit d'intérêts potentiel survenant relativement à une recommandation de vote, notamment de politiques de gestion des conflits relatifs à leur personnel et à la propriété;

²⁷ Glass Lewis, mémoire du 18 octobre 2010 en réponse au document de consultation de la SEC (ci-dessus, note 9), p. 10.

²⁸ <http://iirc.knotia.ca/Knowledge/View/Document.cfm?linkType=link&kType=446&dbID=281205342&documentID=111>.

3. communiquer les procédures suivies pour atténuer ou gérer les conflits, et peut-être aussi qu'elles signalent les conflits dans les rapports remis à leurs clients;
4. vérifier régulièrement l'efficacité de ces politiques et procédures.

Les politiques et procédures en matière de conflits d'intérêts seraient communiquées sur le site Web des agences.

4.2. Manque de transparence

Les recommandations de vote des agences de conseil en vote et les méthodes qui président à leur formulation ne sont pas publiques parce que les abonnements des clients relèvent d'une relation contractuelle privée. Ces agences fournissent des rapports aux investisseurs institutionnels qui souscrivent un abonnement et nous savons que les émetteurs peuvent également s'y abonner. Les autres investisseurs n'obtiennent que des résumés des recommandations que les émetteurs, initiateurs ou cibles d'offres publiques insèrent généralement dans des communiqués.

Ordinairement, les rapports sur les recommandations de vote ne sont pas rendus publics. Étant donné que les agences de conseil en vote entretiennent une relation d'ordre commercial avec leurs clients, elles peuvent avoir de bonnes raisons de ne pas le faire.

Même si une recommandation est rendue publique, l'analyse sous-jacente n'est pas communiquée. L'analyse repose parfois sur l'application directe des politiques des conseillers en vote, mais il peut arriver qu'elle soit plus nuancée et complexe.

4.2.1. Analyse

D'après ce que nous avons pu constater, les recommandations de vote des agences de conseil en vote reposent généralement sur l'application de méthodes préétablies et de l'information publique. Il apparaît également qu'un analyste peut effectuer un examen subjectif et qu'il existe des procédures internes pour réviser les rapports avant de les finaliser.

L'absence d'information sur la manière dont les conseillers en vote formulent leurs recommandations de vote peut poser problème parce que les émetteurs et les investisseurs ne peuvent apprécier ni la qualité des données et de l'analyse sous-jacentes ni leur bien-fondé.

La question est de savoir si la communication des méthodes, modèles analytiques et hypothèses utilisés pour formuler une recommandation de vote permettrait au marché d'en évaluer le bien-fondé ou de connaître les raisons pour lesquelles une agence l'a formulée. Il pourrait aussi être utile de communiquer les sources importantes d'information publique qui ont été utilisées.

Ces renseignements supplémentaires pourraient améliorer la qualité et la crédibilité des recommandations de vote. On comprend mieux l'importance de communiquer l'analyse, par exemple, lorsque plusieurs agences de conseil en vote font une recommandation différente sur une même question soumise au vote des actionnaires : en l'absence de détails suffisants sur l'analyse sous-jacente, le client ne peut évaluer les différentes recommandations en connaissance de cause pour prendre sa décision.

Nous nous demandons cependant si la communication des méthodes et des modèles analytiques employés est nécessaire ou appropriée, compte tenu du fait que cette information mais aussi le processus de formulation des recommandations de vote sont sensibles sur le plan commercial et de nature exclusive. Nous invitons les intéressés à nous indiquer si le marché bénéficierait d'une transparence accrue sur ce point ou si les risques que cela comporte sont trop élevés pour justifier une intervention.

4.2.2. Solution possible

Comme les recommandations sont essentiellement des produits que les clients obtiennent moyennant des frais d'abonnement, il pourrait être inopportun d'exiger que les rapports soient rendus publics.

Si une intervention réglementaire se justifie pour répondre aux préoccupations entourant le manque de transparence, nous demandons aux intervenants s'il serait approprié de communiquer l'analyse qui sous-tend les recommandations de vote pour permettre aux investisseurs d'en évaluer le bien-fondé. Nous envisagerions d'obliger les agences de conseil en vote à communiquer les procédures internes, lignes directrices, normes, méthodes, hypothèses et sources d'information à l'origine de leurs recommandations de vote. Les procédures de collecte de données visant à garantir l'exactitude de l'information pourraient aussi être communiquées.

Pour déterminer s'il faut exiger la communication publique de l'information susmentionnée, nous établirions s'il est opportun d'exiger la communication de renseignements confidentiels, exclusifs ou non communicables pour des raisons commerciales valables.

4.3. Inexactitudes potentielles et dialogue limité avec les émetteurs

Il ressort des discussions officieuses que nous avons eues avec les émetteurs (outre les mémoires déposés auprès de la SEC) qu'ils se préoccupent des inexactitudes dans les données utilisées pour formuler des recommandations²⁹. Ils se sont également plaints que, même s'ils leur signalaient des erreurs factuelles, les agences de conseil en vote ne les corrigeaient pas. Un sondage réalisé en 2010 par le Centre aux États-Unis semble étayer ces conclusions : « [traduction] 53 % des répondants ont déclaré qu'une agence de conseil en vote avait fait au moins une erreur dans un rapport final publié en ce qui concerne leurs programmes de rémunération en 2009 ou 2010³⁰ ».

Selon le Centre, « [traduction] les conséquences de ces inexactitudes sont alarmantes. ISS a toujours recommandé de voter contre 30 à 40 % des plans de rémunération à base d'actions qu'elle analyse. Par conséquent, si les données du Centre sont représentatives des grandes sociétés de manière générale, les agences de conseil en vote ont une influence négative sur les programmes de rémunération d'un grand nombre de sociétés parce que les investisseurs institutionnels s'appuient sur ces données³¹. »

Certains émetteurs se sont également plaints du court délai dont ils disposent pour formuler des commentaires sur les rapports préliminaires des agences de conseil en vote. Ils ont fait remarquer que, bien souvent, les rapports finaux ne tiennent pas compte de tous leurs commentaires et qu'ils contiennent parfois des erreurs³².

²⁹ Mémoire de Kinross Gold Corporation du 20 octobre 2010 en réponse au document de consultation de la SEC (ci-dessus, note 9), p. 1 à 3. Voir aussi *Shareholder Democracy Summit Inaugural Report*, 24 et 25 octobre 2011, p. 28.

³⁰ Centre, ci-dessus, note 7, p. 10.

³¹ *Ibid.*, p. 10.

³² *Ibid.*, p. 55 à 57. Le Centre attribue les inexactitudes aux facteurs suivants : 1) la charge de travail résultant de la croissance fulgurante du secteur du conseil en matière de vote par procuration; 2) l'augmentation du volume d'information dans les circulaires de sollicitation de procurations et les courts délais pour l'analyser; et 3) les contrôles de la qualité inadéquats chez les agences de conseil en vote, qui cherchent à réduire les coûts en externalisant la collecte et l'analyse des données vers des pays où le coût de la main-d'œuvre est plus bas.

4.3.1. Analyse

ISS et Glass Lewis dialoguent différemment avec les émetteurs sur les questions soumises au vote des actionnaires en assemblée.

ISS transmet son rapport et ses recommandations aux émetteurs avant de les diffuser pour qu'ils puissent en vérifier le contenu factuel. Glass Lewis ne rencontre pas les émetteurs une fois que les documents reliés aux procurations ont été envoyés, parce qu'elle juge plus pertinent de limiter son analyse et ses recommandations à leurs documents publics. Elle fait des exceptions pour les assemblées contestées, certaines opérations d'envergure et d'autres situations particulières. Elle rencontre alors les émetteurs et les dissidents par téléconférence avec certains de ses clients. Elle ne donne pas aux émetteurs la possibilité de commenter ses rapports et ses recommandations avant leur diffusion³³.

ISS et Glass Lewis ont récemment annoncé de nouvelles procédures pour faciliter le dialogue avec les investisseurs et les émetteurs³⁴.

Quoi qu'il en soit, les inexactitudes figurant dans les rapports de agences de conseil en vote inquiètent toujours les émetteurs parce qu'elles peuvent conduire à des décisions mal éclairées lorsqu'il faut se prononcer sur des questions complexes et controversées comme les regroupements d'entreprises ou que le scrutin est serré. De plus, les émetteurs trouvent que le processus de dialogue avec les agences de conseil en vote dans ces situations est souvent confus. Si ces problèmes sont réels et entraînent des inexactitudes importantes, il pourrait y avoir matière à proposer que les agences de conseil en vote se dotent d'une procédure pour répondre aux commentaires des émetteurs sur les recommandations de vote et l'analyse sous-jacente.

Nous ignorons toutefois si ces inexactitudes ne sont pas de simples divergences d'opinion ou d'analyse plutôt que des recommandations mal éclairées de la part des agences de conseil en vote qui posent des risques pour l'intégrité du marché et, en fin de compte, si cela a réellement nui au résultat des scrutins. Par conséquent, nous sollicitons des commentaires sur ces points.

4.3.2. Solution possible

Si une intervention réglementaire en réponse à ces préoccupations s'avère justifiée, nous demandons aux intervenants s'il faut obliger les agences de conseil en vote à se doter d'une politique de traitement des commentaires des émetteurs sur les recommandations de vote et l'analyse sous-jacente. La politique préciserait le processus de dialogue avec les émetteurs et obligerait les conseillers en vote à le rendre public.

Pour éclairer notre analyse sur ce point, nous demandons aux intervenants de nous dire si, dans l'éventualité où nous obligerions les agences de conseil en vote à se doter d'un processus de dialogue avec les émetteurs, nous devrions prescrire les modalités du processus (par exemple en fixant les délais qui doivent être accordés aux émetteurs pour examiner les projets de recommandations).

4.4. Élaboration de normes de gouvernance

Certains intervenants soutiennent que les agences de conseil en vote ne sont plus des experts « indépendants » qui évaluent les résolutions : elles influent sur le comportement des émetteurs au sujet desquels elles font des recommandations.

³³ Mémoire de Davies, ci-dessus, note 2, p. 166.

³⁴ ISS, communiqué daté du 29 mars 2012 (www.issgovernance.com/news/). Glass Lewis, communiqué daté du 12 avril 2012 (<http://www.glasslewis.com/about-glass-lewis/press-releases>).

Comme les agences de conseil en vote peuvent agir indirectement comme « normalisatrices », d'aucuns se sont demandé si elles ont l'expertise nécessaire pour établir des normes de gouvernance et si la méthode qu'elles emploient pour ce faire est suffisamment rigoureuse et transparente. Les organismes de gouvernance remplissent une fonction analogue mais n'exercent pas d'influence directe (ni potentielle) sur le résultat des scrutins.

En revanche, si les agences de conseil en vote participent valablement à l'élaboration des politiques, leur influence potentielle pourrait profiter aux investisseurs de manière générale parce qu'elle encouragerait l'adoption généralisée de meilleures pratiques de gouvernance.

4.4.1. Analyse

Compte tenu de l'influence grandissante des agences de conseil en vote, leurs politiques et leurs recommandations peuvent avoir une incidence très importante sur les pratiques de gouvernance au Canada. Comme nous l'avons vu, un certain nombre d'émetteurs déclarent adopter ces politiques pour obtenir des recommandations de vote positives.

Selon certaines agences de conseil en vote, les politiques tendent à tenir compte des préférences et des opinions des investisseurs institutionnels et du point de vue des autres participants au marché. Par exemple, ISS donne aux clients institutionnels la possibilité de formuler des commentaires sur les politiques tous les ans après la période de sollicitation de procurations. En outre, ses analystes communiquent avec les clients institutionnels pendant cette période sur de nombreux points, notamment les points de discorde. Enfin, les investisseurs institutionnels et les émetteurs peuvent facilement consulter les politiques relatives au marché sur le site Web d'ISS³⁵.

Glass Lewis élabore ses lignes directrices en matière de vote par procuration en s'appuyant sur des travaux universitaires et les commentaires des clients³⁶.

4.4.2. Solution possible

Vu les effets potentiels des politiques recommandées par les agences de conseil en vote sur les émetteurs et leurs activités, il pourrait être souhaitable que les émetteurs et les autres participants au marché soient informés des politiques de gouvernance proposées ou adoptées par ces agences et susceptibles de les concerner lors de la prochaine période de sollicitation de procurations.

Si une intervention réglementaire s'impose pour répondre à ces préoccupations, nous demandons aux intervenants si les agences de conseil en vote devraient mettre en œuvre des procédures équitables et transparentes d'élaboration des normes de gouvernance. Nous proposerions qu'elles les communiquent au public. Leur publication pourrait donner confiance aux participants au marché dans la fonction de normalisation des agences.

4.5. Recours des investisseurs institutionnels aux agences de conseil en vote

Comme nous l'indiquons au début du présent document de consultation, on ne connaît pas bien la mesure dans laquelle les investisseurs institutionnels canadiens se fient aux recommandations de vote des agences de conseil en vote ni les raisons pour lesquelles ils décident de s'y fier.

Dans le contexte américain cependant, le rapport du GAO révèle que, quelle que soit leur taille, les 31 investisseurs institutionnels interrogés i) conservent l'obligation fiduciaire d'exercer les

³⁵ Mémoire de Davies, ci-dessus, note 2, p. 164 (description complète du processus).

³⁶ *Ibid.*, p. 164 et 165 (description complète du processus).

droits de vote dans l'intérêt de leurs clients, qu'ils fassent ou non appel à des agences de conseil en vote, ii) ne délèguent pas cette responsabilité et iii) se réservent le droit de passer outre aux recommandations des agences, toutes ces façons de faire pouvant limiter l'influence des agences³⁷. Nous n'avons connaissance d'aucune étude similaire au Canada.

Nous observons également que l'influence potentielle des agences de conseil en vote découle généralement du fait que les investisseurs institutionnels sont disposés à suivre leurs recommandations de vote pour l'une ou l'autre des raisons suivantes :

- i) ils les ont étudiées et y souscrivent;
- ii) ils n'ont peut-être pas étudié la question indépendamment mais sont disposés à se fier aux recommandations parce qu'ils estiment qu'elles sont conformes à leurs lignes directrices³⁸.

4.5.1. Analyse

Lors d'une conférence récente sur la démocratie actionnariale au Canada, on a fait remarquer que les actionnaires importants mènent une réflexion approfondie avant d'exercer leurs droits de vote, tandis que les petites institutions sont plus susceptibles de suivre les recommandations de conseillers en vote parce qu'elles supportent un lourd fardeau réglementaire pour suivre le flot d'information³⁹.

Toutefois, nous constatons qu'il existe très peu d'information empirique sur l'utilisation des services d'agences de conseil en vote par les investisseurs institutionnels au Canada et on ne sait guère si ces investisseurs partagent les préoccupations abordées ici. Par conséquent, nous sollicitons des commentaires sur les points suivants : i) la façon dont les investisseurs institutionnels perçoivent leurs obligations de vote; ii) la mesure dans laquelle les divers types d'investisseurs institutionnels font appel aux services de conseillers en vote; et iii) le fait qu'ils partagent ou non les préoccupations susmentionnées ou que, selon eux, les forces du marché suffisent à régler ces questions.

Pour approfondir notre analyse et éclairer notre position, nous formulons plusieurs questions sur ces points à l'attention des investisseurs institutionnels à la fin du présent document.

5. Perspectives d'encadrement réglementaire

Les agences de conseil en vote, avec les services qu'elles fournissent à leurs clients, existent pour de bonnes raisons commerciales et présentent des avantages pour le marché des capitaux. Elles comblent un besoin du marché et nous nous attendons à ce que la demande pour leurs services augmente.

Dans l'ensemble, toute intervention réglementaire possible relativement aux activités des agences de conseil en vote devrait répondre aux préoccupations susmentionnées et avoir pour objectif de responsabiliser les agences et d'accroître la transparence du processus de formulation des recommandations de vote.

Sur la base des commentaires reçus et la preuve que les sujets de préoccupation nuiraient à l'intégrité du marché, nous pourrions conclure qu'une intervention réglementaire s'avère justifiée pour répondre aux préoccupations. Nous pourrions envisager de mettre en œuvre plusieurs régimes à cette fin.

³⁷ Rapport du GAO, ci-dessus, note 4, p. 16 et 17.

³⁸ Mémoire de Davies, ci-dessus, note 2, p. 162.

³⁹ *Shareholder Democracy Summit Inaugural Report*, ci-dessus, note 29, p. 14 et 15.

Dans la présente section, nous analysons et évaluons chacun des régimes potentiellement applicables aux agences de conseil en vote que nous avons définis au cours de notre examen.

Dans ce domaine, le régime retenu pourrait consister :

1. soit en la modification de régimes existants;
2. soit en la création d'un nouveau régime qui s'appliquerait expressément aux activités des agences de conseil en vote.

Pour les raisons évoquées ci-dessous, nous estimons qu'il ne conviendrait pas de modifier la réglementation des valeurs mobilières actuelle mais que tout régime envisagé devrait reposer sur un nouveau texte réglementaire en valeurs mobilières. Si nous décidons de mettre en œuvre un tel texte, nous devons obtenir l'autorisation législative nécessaire.

Une fois que nous aurons établi s'il est nécessaire d'intervenir par voie réglementaire et défini les questions à régler, nous déterminerons le type de réglementation approprié. À cette fin, nous étudierons diverses possibilités, dont celles qui sont mentionnées ci-après.

5.1. Possibilités de modification de régimes existants

Dans la présente section, nous évaluons s'il est souhaitable de modifier nos régimes actuels d'inscription ou de sollicitation de procurations pour les appliquer aux agences de conseil en vote en réponse aux préoccupations que celles-ci soulèvent, dans l'hypothèse où une intervention réglementaire s'avèrerait justifiée.

Notons que, même si nous assujettissions les agences de conseil en vote à ces régimes, il faudrait modifier nos lois sur les valeurs mobilières pour les réglementer de cette façon.

5.1.1. Inscription à titre de « conseiller »

Le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* (le « Règlement 31-103 ») prévoit les obligations applicables aux sociétés et aux personnes physiques qui exercent l'activité de courtier ou de conseiller en valeurs, agissent comme placeur ou gèrent un fonds d'investissement. Pour savoir si elle doit s'inscrire comme courtier ou conseiller, la société doit déterminer si elle fait du courtage ou fournit des conseils et si cela constitue son activité.

Le Règlement 31-103 prescrit les catégories d'inscription déterminant les activités nécessitant l'inscription que les sociétés peuvent exercer, ainsi que les obligations particulières dont chaque catégorie est assortie.

Au Canada, en vertu de toutes les lois sur les valeurs mobilières, le conseiller est la personne qui exerce ou se présente comme exerçant l'activité consistant à conseiller autrui en matière d'investissement en valeurs ou d'achat, de souscription ou de vente de valeurs.

5.1.1.1. Analyse et conclusion

À notre avis, les agences de conseil en vote n'exercent pas l'activité consistant à conseiller aux clients de souscrire, d'acheter ou de vendre des titres et, partant, elles ne devraient pas être obligées de s'inscrire à titre de conseiller en vertu de nos lois sur les valeurs mobilières. Bien qu'elles fournissent des conseils lorsqu'elles font des recommandations de vote à leurs clients sur des résolutions soumises aux actionnaires en assemblée, ces conseils ne concernent pas directement, dans la plupart des cas, l'investissement en valeurs ni l'achat, la souscription ou la vente de valeurs.

Qui plus est, les activités des agences de conseil en vote ne se rapportent pas aux principes du régime d'inscription puisqu'elles n'ont pas grand-chose à voir avec l'inscription au sens habituel et qu'elles ne concernent guère la protection des investisseurs individuels.

Étant donné que notre objectif serait de réglementer les conseillers en vote en tant que participants au marché et pas nécessairement de réglementer leurs relations avec leurs clients, il serait difficile d'appliquer les principes de l'inscription.

Une autre difficulté tient au fait que les obligations d'inscriptions et les obligations des personnes inscrites en vertu du Règlement 31-103 ne sont pas conçues pour les activités des agences de conseil en vote.

Si nous décidions de réglementer les agences de conseil en vote comme des conseillers, nous aurions à déterminer si les critères d'aptitude actuellement applicables aux conseillers inscrits, soit la compétence, l'intégrité et la solvabilité, sont appropriés. Une fois inscrites, les agences seraient soumises à notre contrôle au moyen de notre programme d'examen de la conformité et à nos mécanismes d'application de la loi.

Conclusion

Notre régime d'inscription n'est pas conçu pour réglementer le secteur du conseil en vote par procuration, puisque les agences de conseil en vote ne fournissent pas directement de conseils en matière d'investissement, n'exécutent pas d'opérations et ne gèrent pas les fonds de leurs clients. Si nous proposons d'inscrire les conseillers en vote à titre de « conseillers », il faudrait selon nous apporter d'importantes modifications au régime d'inscription pour tenir compte de leurs particularités. Nous en concluons que ce régime ne leur convient pas.

5.1.2. Obligations en matière de sollicitation de procurations

Comme nous l'avons vu précédemment, le Règlement 51-102, qui s'applique aux émetteurs assujettis en général, exclut de la définition de l'acte de « solliciter » la fourniture de conseils en vote. Plus précisément, cette définition ne s'applique pas à l'agence de conseil en vote qui communique avec des porteurs, à titre de clients, dans le cours normal de ses activités, déclare les conflits d'intérêts potentiels, ne reçoit de rémunération que des clients et ne fournit pas les conseils au nom d'une personne sollicitant des procurations.

5.1.2.1. Analyse et conclusion

Si nous décidions de réglementer les agences de conseil en vote au moyen du régime actuel de sollicitation de procurations, il nous faudrait supprimer l'exception prévue dans la définition de « solliciter » ou l'assortir de conditions supplémentaires.

Si nous proposons de supprimer l'exception, les agences de conseil en vote seraient tenues d'envoyer aux porteurs une circulaire de sollicitation de procurations en application de la partie 9 du Règlement 51-102. Nous estimons que ce n'est pas la bonne façon de réglementer les conseils en vote par procuration.

Nous pourrions également proposer d'assortir l'exception de conditions supplémentaires, qui ne seraient ajoutées, selon nous, que si elles se rapportaient aux activités générales des agences. Il pourrait nous être impossible d'ajouter des conditions obligeant les agences à mettre en œuvre des politiques en matière de conflits d'intérêts ou à communiquer les méthodes d'élaboration des recommandations de vote sans modifier nos lois sur les valeurs mobilières pour obtenir le pouvoir réglementaire de le faire.

Conclusion

Nous ne croyons pas que les activités des agences de conseil en vote consistent à « solliciter » des procurations ni que l'envoi d'une circulaire de sollicitation de procurations soit la bonne réponse aux préoccupations exprimées. Notre position est étayée par le fait que les conseils en vote par procuration ne sont pas assimilés à la sollicitation selon les règles actuelles de sollicitation de procurations, comme en fait foi l'exception énoncée dans la définition de « solliciter ». Les règles de sollicitation de procurations ne devraient s'appliquer qu'aux personnes qui sollicitent réellement des procurations.

De plus, si nous décidions de recourir aux dispositions du Règlement 51-102 relatives à la sollicitation de procurations pour réglementer les agences de conseil en vote, nous créerions un régime pour elles dans un règlement conçu principalement pour les émetteurs assujettis.

C'est pourquoi nous croyons que le régime de sollicitation de procurations prévu par le Règlement 51-102 ne convient pas aux agences de conseil en vote.

5.2. Institution d'un nouveau régime

Si nous concluons au bien-fondé d'une intervention réglementaire, nous estimons que la solution à privilégier consisterait à élaborer un nouveau texte réglementaire en valeurs mobilières qui nécessiterait le pouvoir légal explicite de réglementer les agences de conseil en vote. Cette solution n'obligerait pas les conseillers en vote à se conformer aux dispositions de régimes existants qui ne sont pas conçus pour eux.

Afin de mettre en œuvre ce régime, il sera nécessaire de modifier nos lois sur les valeurs mobilières pour obtenir le pouvoir légal de réglementer les agences de conseil en vote.

5.2.1. Régime d'obligations et d'information

Le cadre indiqué ci-dessous pourrait être prévu par un règlement applicable aux agences de conseil en vote qui énoncerait les obligations des agences exerçant l'activité de « faire » des recommandations sur les résolutions soumises au vote lors des assemblées d'actionnaires des émetteurs assujettis canadiens.

Le règlement reprendrait les propositions que nous estimons nécessaires pour répondre aux préoccupations exprimées sur la question des conflits d'intérêts et accroître la transparence des activités des agences.

En bref, les obligations pourraient être les suivantes :

1. pour atténuer les conflits d'intérêts :
 - a. les agences de conseil en vote seraient tenues de se doter de politiques et de procédures conçues pour relever et gérer tout conflit d'intérêts potentiel survenant relativement à une recommandation de vote, notamment de politiques de gestion des conflits relatifs à leur personnel et à la propriété;
 - b. les agences seraient tenues de publier sur leur site Web les procédures appliquées pour atténuer ou gérer les conflits; elles pourraient aussi avoir à déclarer des conflits particuliers dans les rapports sur les recommandations de vote fournis à leurs clients;
 - c. les agences sépareraient leurs services de vote par procuration de leurs services-conseils;
2. pour accroître la transparence des activités :

- d. les agences de conseil en vote communiqueraient les procédures internes, lignes directrices, normes, méthodes, hypothèses et sources d'information servant à formuler les recommandations de vote;
- e. les agences mettraient en œuvre des politiques de traitement équitable des commentaires des émetteurs qui permettraient à ceux-ci d'examiner le rapport et aux agences de répondre aux commentaires avant de le délivrer; les politiques seraient publiées sur leur site Web;
- f. les agences publieraient sur leur site Web les procédures d'élaboration de leurs lignes directrices en matière de vote.

D'après notre analyse, il s'agirait du régime à privilégier pour la réglementation éventuelle des agences de conseil en vote.

5.2.2. Autres régimes possibles envisagés

Nous avons aussi étudié les régimes suivants et sollicitons des commentaires sur ces autres solutions.

Régime de désignation

Selon certains participants au marché, il faudrait réglementer les agences de conseil en vote comme les agences de notation.

Le régime applicable aux agences de notation pourrait être envisagé comme réponse aux préoccupations exprimées par les agences de conseil en vote pour ce qui est des conflits d'intérêts et de la transparence. En outre, le régime de désignation confère aux autorités en valeurs mobilières le pouvoir de surveiller les agences en effectuant des examens de conformité.

Toutefois, nous ne pensons pas qu'il existe suffisamment de similitudes pour rendre nécessaire de « désigner » les agences de conseil en vote : contrairement aux agences de notation, elles ne remplissent pas de fonction officielle et reconnue dans la législation en valeurs mobilières, laquelle ne prévoit pas d'obligations reposant sur leurs activités.

Selon nous, et pour les raisons susmentionnées, il n'est pas souhaitable d'imposer des conditions d'entrée aux agences de conseil en vote ni opportun que les autorités en valeurs mobilières en surveillent la conformité, parce qu'elles ne remplissent pas le même rôle que les entités dont les activités sont nécessaires au respect d'autres obligations prescrites par la législation en valeurs mobilières.

Régime d'attestation

Sous un régime d'attestation, la personne appropriée doit attester le respect de certaines obligations prévues par règlement. Le règlement envisagé devrait prévoir des obligations qui pourraient ressembler à celles qui sont évoquées ci-dessus à la rubrique 5.2.1. Nous pourrions alors demander aux agences de conseil en vote de désigner un représentant approprié au sein de leur organisation pour attester qu'elles s'y sont conformées.

Nous pourrions aussi ne demander d'attestation qu'à l'égard de certaines obligations prévues par le règlement. Par exemple, les agences de conseil en vote pourraient attester qu'elles ont des contrôles pour atténuer les conflits d'intérêts ou pour garantir l'exactitude des données servant à formuler leurs recommandations.

Nous craignons que cette solution réglementaire n'impose un fardeau inutile aux agences de conseil en vote. Pour fournir une attestation valide de conformité aux obligations sous-jacentes, elles pourraient avoir à assumer d'importants frais additionnels.

Régime fondé sur le principe « se conformer ou expliquer »

Un régime fondé sur le principe « se conformer ou expliquer » obligerait les agences de conseil en vote à appliquer certaines meilleures pratiques ou lignes directrices et à expliquer, le cas échéant, pourquoi elles y ont dérogé. Il obligerait les autorités en valeurs mobilières à établir quelles sont les meilleures pratiques et les normes en vigueur dans le secteur du conseil en vote par procuration (par exemple, les obligations possibles évoquées à la rubrique 5.2.1) et à les prévoir par règlement.

Cette solution réglementaire serait moins interventionniste et plus progressive. Elle serait opportune en l'absence de motifs valables d'instaurer un régime exigeant la conformité stricte à des dispositions particulières visant les agences de conseil en vote. Toutefois, elle nous obligerait à élaborer les pratiques et les normes convenant aux agences.

Indications sur les meilleures pratiques

Une autre possibilité consisterait à adopter une instruction générale donnant aux agences de conseil en vote des indications sur les meilleures pratiques. Cette solution ressemblerait au modèle fondé sur le principe « se conformer ou expliquer » du fait que les autorités en valeurs mobilières détermineraient les meilleures pratiques pour les agences. Il s'agirait d'une forme de réglementation à intervention minimale.

Cependant, si les préoccupations et l'incidence sur l'intégrité du marché s'avéraient valides et significatives, cette solution pourrait être insuffisante car elle ne donnerait pas aux autorités en valeurs mobilières le pouvoir de garantir la conformité et de faire respecter la réglementation par comparaison à une solution reposant sur un règlement. Par ailleurs, comme dans le cas d'une solution reposant sur le principe « se conformer ou expliquer », les autorités en valeurs mobilières auraient à établir les meilleures pratiques applicables aux agences de conseil en vote.

5.3. Questions en vue de la consultation

Nous demandons à *tous les participants au marché* de bien vouloir répondre aux questions suivantes :

Questions générales

1. Partagez-vous toutes les préoccupations exprimées dans le présent document de consultation, soit i) les conflits d'intérêts potentiels, ii) l'impression de manque de transparence, iii) les inexactitudes potentielles et le dialogue limité avec les émetteurs, iv) l'influence potentiellement inappropriée sur les pratiques de gouvernance et v) l'importance du recours des investisseurs institutionnels aux conseils de ces agences? Veuillez fournir des explications et, si vous ne partagez pas ces préoccupations, veuillez motiver votre réponse.

2. Selon vous, avons-nous omis certaines préoccupations importantes relativement aux agences de conseil en vote? Veuillez fournir des explications.

3. Les pratiques actuelles des agences de conseil en vote comportent-elles des lacunes particulières qui justifient une intervention réglementaire? Craignez-vous que des lacunes apparaissent ultérieurement avec l'arrivée de nouveaux participants ou les changements de pratiques, notamment commerciales?

4. Selon vous, faut-il réglementer les activités des agences de conseil en vote à certains égards et, dans l'affirmative, pourquoi et comment?

Conflits d'intérêts potentiels

5. Selon vous, dans quelle mesure les agences de conseil en vote i) sont-elles sujettes à des conflits d'intérêts dans la pratique, ii) ont-elles pris des mesures appropriées d'atténuation des conflits et iii) sont-elles suffisamment transparentes en ce qui concerne les conflits d'intérêts auxquels elles pourraient être confrontées? Si vous estimez qu'elles ne fournissent pas assez d'information sur les conflits d'intérêts potentiels actuellement, veuillez fournir des exemples précis et faire des propositions d'amélioration.

6. Si vous estimez que certains conflits d'intérêts existant au sein des agences de conseil en vote n'ont pas été adéquatement atténués, lesquels seraient les plus graves pour leur incidence (négative) potentielle sur la formulation des recommandations de vote et pourquoi?

7. Devrions-nous proposer une modification du Règlement 51-102 pour obliger les émetteurs assujettis à fournir dans leurs circulaires de sollicitation de procurations de l'information sur les services de conseillers en vote? La fourniture de cette information nuirait-elle aux contrôles et procédures établis (cloisonnement de l'information) qui peuvent empêcher le personnel de recherche examinant l'information des émetteurs d'apprendre l'identité des clients de leur agence?

Impression de manque de transparence

8. La communication des méthodes et de l'analyse sous-jacentes serait-elle utile pour le marché ou entraînerait-elle des coûts commercialement trop élevés?

Dialogue avec les émetteurs

9. Dans quelle mesure faudrait-il améliorer le dialogue avec les émetteurs pendant le processus d'élaboration des recommandations?

10. Pendant la période de sollicitation de procurations, est-il opportun que les agences de conseil en vote dialoguent avec les émetteurs en toute circonstance ou existe-t-il des motifs commerciaux et réglementaires légitimes de ne pas les y obliger? Le cas échéant, dans quelles situations est-il particulièrement important que les émetteurs puissent dialoguer avec les agences?

11. Si les agences de conseil en vote établissent comme politique que, dans certaines circonstances, il ne convient pas de donner aux émetteurs la possibilité d'examiner leurs rapports, estimez-vous qu'il suffirait de ne les obliger à en indiquer la raison que dans ces circonstances? Veuillez fournir des explications. Les agences devraient-elles plutôt être tenues de donner aux émetteurs la possibilité d'examiner leurs rapports?

12. Devrions-nous prescrire les modalités des procédures suivies par les agences de conseil en vote pour dialoguer avec les émetteurs? Dans l'affirmative, quelles devraient être les obligations?

Influence potentiellement inappropriée sur les pratiques de gouvernance

13. Dans quelle mesure le dialogue entre les conseillers en vote et les participants au marché sur l'élaboration des politiques et lignes directrices en matière de vote devrait-il être plus

équitable et transparent? Suffit-il que les conseillers règlent les questions de gouvernance en sollicitant des commentaires de leurs clients?

Interventions et cadres réglementaires proposés

14. Estimez-vous que chacune des préoccupations susmentionnées justifie une intervention réglementaire des autorités en valeurs mobilières? Veuillez motiver votre réponse.

15. Souscrivez-vous aux interventions réglementaires proposées pour répondre à chacune des préoccupations exprimées? Dans la négative, préconisez-vous d'autres solutions?

16. Selon vous, faut-il instaurer le régime d'obligations et d'information évoqué à la rubrique 5.2.1 en réponse aux préoccupations exprimées? Dans la négative, veuillez motiver votre réponse. Privilégiez-vous l'un des autres régimes susmentionnés? Dans l'affirmative, veuillez motiver votre réponse. Souscrivez-vous à notre analyse de ces régimes? Préconisez-vous un autre régime?

17. Êtes-vous d'avis que nous devrions imposer aux agences de conseil en vote des obligations en plus ou au lieu de celles qui sont évoquées ci-dessus?

Questions supplémentaires pour les *investisseurs institutionnels*

18. Dans quelle mesure et de quelle manière recourez-vous aux services d'agences de conseil en vote? Soyez aussi précis que possible.

19. Comment percevez-vous votre obligation de voter et quel rôle, le cas échéant, les recommandations des agences de conseil en vote occupent-elles dans vos décisions?

20. Les investisseurs institutionnels sont-ils à même de demander des modifications aux pratiques des agences de conseil en vote en l'absence d'intervention réglementaire?

21. Si vous partagez les préoccupations susmentionnées, le manque de choix ou de concurrence ou d'autres facteurs de marché dans le secteur du conseil en vote par procuration limitent-ils votre capacité de traiter ces problèmes directement au point de justifier une intervention réglementaire? Veuillez motiver votre réponse.

22. Étant donné les préoccupations susmentionnées au sujet de la qualité globale et du manque de transparence des recommandations de vote des agences de conseil en vote, quelles mesures prenez-vous et, de manière générale, comment faites-vous pour vous assurer que ces recommandations sont suffisamment fiables pour être suivies?

23. Jugez-vous que le processus d'élaboration des politiques des agences de conseil en vote et les lignes directrices qui en résultent sont appropriées et traduisent bien vos préférences et votre opinion en matière de gouvernance? Les commentaires des émetteurs amélioreraient-ils ce processus ou risqueraient-ils de l'entraver?

Questions supplémentaires pour les *émetteurs*

24. Quelle expérience globale avez-vous acquise des agences de conseil en vote? Soyez aussi précis que possible.

25. Selon vous, les préoccupations exprimées ont-elles une incidence négative sur le résultat des scrutins lors des assemblées des actionnaires? Veuillez fournir des exemples précis

de situations dans lesquelles ces préoccupations ont, selon vous, faussé le résultat, et décrire la nature et la portée du préjudice causé à l'intégrité du marché.

26. Dans quelle mesure adoptez-vous les normes de gouvernance proposées par les agences de conseil en vote pour choisir vos politiques de gouvernance, même si elles ne conviennent pas à votre organisation? Veuillez fournir des exemples de types de pratiques qui ont changé en raison des lignes directrices des agences et expliquer en quoi ces changements n'étaient pas opportuns ou n'ont pas amélioré la gouvernance de votre organisation de manière générale.

27. Si vous avez trouvé des inexactitudes possibles dans la recommandation d'une agence de conseil en vote, étaient-elles importantes et auraient-elles donné lieu à une révision de la recommandation? Veuillez fournir des exemples de telles situations ayant faussé le résultat du scrutin (en indiquant le risque pour le marché).

Questions supplémentaires pour les agences de conseil en vote

28. Que pensez-vous des préoccupations exprimées et des interventions réglementaires possibles?

29. Les interventions réglementaires possibles vous causent-elles des préoccupations relativement à la communication de renseignements confidentiels ou exclusifs? Veuillez fournir des explications.

30. Quelle pourrait être l'incidence du régime préconisé (obligations et information) sur vos activités? Veuillez fournir des détails et, le cas échéant, proposer une autre solution.

31. Outre vos réponses aux questions, veuillez nous fournir toute information qui nous serait utile pour analyser les préoccupations exprimées dans le présent document de consultation.

Consultation

Les ACVM publient le présent document de consultation pour une période de 60 jours. Veuillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le 20 août 2012 en indiquant qu'ils ont trait au Document de consultation 25-401 des ACVM. Si vous envoyez votre mémoire par courriel, veuillez inscrire cette référence dans l'objet de votre message. Veuillez également nous fournir ou joindre votre mémoire un fichier électronique (format Microsoft Word pour Windows).

Prière d'adresser vos commentaires aux membres suivants des ACVM :

British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commission
 Saskatchewan Financial Services Commission
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 Autorité des marchés financiers
 Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
 Registrar of Securities, Île-du-Prince-Édouard
 Nova Scotia Securities Commission
 Superintendent of Securities, Terre-Neuve-et-Labrador

Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veillez n'envoyer vos commentaires qu'aux adresses suivantes et ils seront distribués aux autres membres des ACVM.

M^e 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

John Stevenson, Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
Suite 1900, Box 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Télécopieur : 416-593-2318
Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Tous les commentaires seront publiés sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers (www.lautorite.qc.ca) et sur celui des autres membres des ACVM. Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation.

Questions

Pour toute question, prière de vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Rosetta Gagliardi
Conseillère en réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4462
rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca

Naizam Kanji
Deputy Director, Mergers & Acquisitions, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8060
nkanji@osc.gov.on.ca

Stephanie Tjon
Legal Counsel, Mergers & Acquisitions, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-3655
stjon@osc.gov.on.ca

Bob Bouchard
Director
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
204-945-2555
bob.bouchard@gov.mb.ca

Celeste Evancio
Legal Counsel
Alberta Securities Commission
403-355-3885
celeste.evancio@asc.ca

Le 21 juin 2012

Annexe A

Initiatives réglementaires internationales

1. France

Le 18 mars 2011, l'AMF française a publié la *Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote* (la « recommandation AMF »). Une recommandation est une invitation à adopter un comportement ou à se conformer à une disposition que l'AMF française considère comme susceptibles de faciliter la réalisation des objectifs des normes ou principes généraux relevant de son domaine de compétence, sans exclure que d'autres comportements ou dispositions soient également compatibles avec ces normes ou ces principes généraux. Elle ne revêt donc pas de caractère impératif.

La recommandation AMF « porte sur l'élaboration et l'application des politiques de vote, l'émission de recommandations de vote, le dialogue avec les sociétés cotées et la prévention des conflits d'intérêts⁴⁰ ». Elle a pour objet de promouvoir la transparence et de gérer les conflits d'intérêts.

Élaboration et communication de la politique de vote

L'AMF française recommande que les agences de conseil en vote publient leur politique générale de vote sur leur site Web. Elle recommande aussi la transparence du processus d'élaboration de la politique de vote, lequel doit permettre de recueillir les avis des investisseurs et des autres participants au marché.

Diffusion des recommandations de vote

L'AMF française recommande que les agences de conseil en vote définissent les règles méthodologiques que leur personnel emploie pour élaborer les analyses et les recommandations de vote, et qu'elles les publient sur leur site Web.

Les agences de conseil en vote expliquent dans leurs rapports les motifs des recommandations de vote, notamment au regard de la politique générale de vote qu'elles ont publiée.

Dialogue avec les émetteurs

L'AMF française recommande de transmettre le projet de rapport aux émetteurs pour commentaires éventuels. Les émetteurs devraient disposer d'un délai minimum de 24 heures pour formuler leurs commentaires, lesquels sont insérés dans le rapport à condition d'être concis et de permettre d'éclairer les investisseurs sur les résolutions soumises à leur vote. Le rapport final est envoyé aux émetteurs et aux clients simultanément.

Les agences de conseil en vote doivent corriger toute erreur matérielle constatée dans leur rapport d'analyse qui leur aurait été signalée par l'émetteur concerné.

La politique de communication avec les émetteurs doit être publiée sur leur site Web.

Prévention des conflits d'intérêts

L'AMF française recommande que les agences de conseil en vote définissent et publient sur leur site Web les mesures raisonnables et appropriées visant à prévenir les conflits d'intérêt susceptibles de les toucher ou de toucher leurs dirigeants ou leurs analystes et, s'ils sont avérés,

⁴⁰ Recommandation AMF, Introduction.

à les gérer, en particulier en cas de pluralité d'activités (par exemple conseils aux émetteurs, mise à disposition d'une plate-forme de vote ou sollicitation de procurations).

Les mesures et les procédures figurent dans un code de déontologie ou un code de conduite. Un responsable de la conformité est désigné pour assurer le respect de ces codes.

Il est recommandé aux agences de conseil de mentionner expressément dans leurs rapports les liens qu'elles peuvent avoir avec :

- l'émetteur;
- tout client qui a soumis des points à l'ordre du jour pour lesquels une recommandation de vote sera émise;
- les personnes qui contrôlent l'émetteur directement ou indirectement.

2. Commission européenne

Le 5 avril 2011, la Commission européenne a publié pour consultation le Livre vert intitulé *Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE* en vue d'évaluer la nécessité d'améliorer la gouvernance des sociétés cotées européennes. Le Livre vert souligne les préoccupations des investisseurs et des émetteurs à l'égard des agences de conseil en vote et pose les questions suivantes :

- La législation de l'UE devrait-elle imposer aux «proxy advisors» [conseillers en vote] d'être plus transparents, par exemple sur leurs méthodes d'analyse, sur leurs conflits d'intérêts et leur politique de gestion des conflits et/ou sur la question de savoir s'ils appliquent un code de conduite? Dans l'affirmative, quelle est la meilleure manière de procéder?
- Estimez-vous que d'autres mesures (législatives) sont nécessaires, qui restreindraient par exemple la possibilité pour les «proxy advisors» de fournir des services de conseil aux sociétés détenues?⁴¹

La Commission européenne a publié les réponses à ces questions le 15 novembre 2011. Voici le résumé des réponses à la première question :

[Traduction] Plus des trois quarts des répondants considèrent que la législation de l'UE devrait obliger les conseillers en vote à plus de transparence, notamment sur les points suivants : les méthodes d'élaboration des conseils de vote, les politiques et les dossiers de vote, les conflits d'intérêts et les mesures prises pour les gérer, l'application éventuelle d'un code de conduite ou de règles de conduites internes, les procédures applicables pour communiquer avec les sociétés lors de l'élaboration des conseils et les politiques de gérance. Plusieurs répondants considèrent en particulier qu'il faut régler la question des conflits d'intérêts des conseillers en vote. Certains répondants estiment en outre qu'il faudrait obliger les conseillers en vote à s'inscrire et les superviser. Par ailleurs, d'aucuns jugent que les investisseurs institutionnels devraient déclarer qu'ils ont recours aux services de ces conseillers⁴².

Voici le résumé des réponses à la deuxième question :

⁴¹ Commission européenne, *Livre vert - Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE*, 5 avril 2011, questions 18 et 19, p. 17.

⁴² Commission européenne, *Feedback Statement: Summary of Responses to the Commission Green Paper on the EU Corporate Governance Framework*, 15 novembre 2011, p. 14.

[Traduction] Par une courte majorité, les répondants estiment qu'il y a lieu de prendre d'autres mesures pour régler la question des conflits d'intérêts des conseillers en vote. Plusieurs répondants proposent la séparation obligatoire entre les services aux investisseurs et les services aux entreprises, tandis que quelques autres considèrent que les conseillers en vote devraient indiquer s'ils fournissent aussi des services aux sociétés détenues. Ceux qui ont répondu par la négative privilégient l'autoréglementation et l'adoption de codes ou estiment que la communication d'information suffisante sur les conflits d'intérêts devrait permettre de régler la question⁴³.

En juillet 2011, le ministère des Affaires, de l'Innovation et du Savoir-faire du Royaume-Uni a publié *UK Government Response to European Commission Green Paper: The EU corporate governance framework*. La réaction du Royaume-Uni au Livre vert faisait aussi état de l'opinion de la Financial Services Authority. Voici les réponses aux questions 18 et 19 du Livre vert :

[Traduction] Q 18 : Nous avons appris que l'AEMF a récemment soumis un questionnaire aux conseillers en vote dans le cadre de recherches en vue d'élaborer un éventuel document de discussion les concernant. Il ne faudrait pas arrêter de décision avant d'avoir pris connaissance des résultats de cet exercice. Nous faisons remarquer que, jusqu'à présent, les preuves que ces conseillers posent des risques nécessitant une intervention réglementaire sont discutables.

Q 19 : En l'absence de preuves concluantes qu'une intervention réglementaire est nécessaire et justifiable sur le plan des avantages et des coûts, le Royaume-Uni est en faveur de mesures non réglementaires pour régler les problèmes éventuels dans ce domaine, par exemple un code de conduite approprié en vertu duquel les conseillers en vote fourniraient de l'information⁴⁴.

3. Document de discussion de l'AEMF

Le 22 mars 2012, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) a publié pour consultation le document de discussion intitulé *An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options* (le « document de discussion de l'AEMF »). L'AEMF n'a fait aucune proposition officielle d'intervention réglementaire relativement aux conseillers en vote mais entend plutôt « [traduction] recueillir des éléments sur l'importance des défaillances du marché possiblement liées aux activités des conseillers en vote, l'opportunité d'une intervention éventuelle au niveau de l'UE et le rôle que AEMF pourrait être appelée à jouer⁴⁵ ».

Le document de discussion de l'AEMF abordait les questions qui peuvent être perçues comme des facteurs susceptibles d'agir sur l'exactitude, l'indépendance et la fiabilité des conseils de vote donnés aux investisseurs, notamment le potentiel de conflits d'intérêts. Il traite aussi du degré de transparence de la gestion des conflits d'intérêts, des politiques et lignes directrices en matière de vote, du dialogue avec les émetteurs, des recommandations de vote et des procédures d'établissement des rapports de recommandation.

L'AEMF considérera les options réglementaires suivantes et demande aux participants au marché de les commenter⁴⁶ :

⁴³ *Ibid.*, p. 15.

⁴⁴ Department for Business, Innovation and Skills, *UK Government Response to European Commission Green Paper: The EU corporate governance framework*, juillet 2011, p. 14 et 15.

⁴⁵ AEMF, *Discussion Paper. An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options*, 22 mars 2012, p. 5.

⁴⁶ *Ibid.*, p. 5 et 34 à 38.

1. Ne pas intervenir au niveau de l'UE à ce stade
Cette option traduirait le fait qu'il existe différents marchés dans l'UE et que, dans l'ensemble, le secteur du conseil en vote par procuration se développe encore en Europe. Il incomberait à chaque État membre (ou au secteur) d'élaborer les normes appropriées qu'il juge nécessaires.
2. Encourager les États membres et le secteur à établir des normes
Cette option pourrait voir s'instaurer une forme de dialogue officiel entre les autorités européennes (AEMF, Commission européenne), les États membres ou le secteur pour élaborer des normes adaptées aux marchés européens, que ce soit sous forme de codes nationaux dans les États membres ou de codes de conduite conçus par les conseillers en vote.
3. Adopter des instruments réglementaires quasi obligatoires au niveau de l'UE
Cette option nécessiterait d'élaborer des instruments réglementaires qui ne seraient pas des textes législatifs ayant force obligatoire. Il s'agirait notamment de normes fondées sur le principe « se conformer ou expliquer » et prévues par un règlement ou une directive de l'UE. Il pourrait aussi s'agir de lignes directrices ou de recommandations de l'AEMF.
4. Adopter des instruments législatifs ayant force obligatoire au niveau de l'UE
Cette option reposerait sur une législation de l'UE. Elle pourrait aussi comporter d'autres mesures en matière d'autorisation ou d'inscription et de supervision assurée par les autorités nationales compétentes ou l'AEMF.