

Réflexion sur les règles régissant les activités des agences de conseil en vote : et s'il était utile de se pencher sur les caractéristiques des marchés financiers canadiens ?

*Julie BIRON**

**Some Reflections on the Rules Governing the Activities
of Proxy Advisory Firms : what if we considered the characteristics
of Canadian financial markets ?**

**Reflexiones sobre las reglas que rigen las actividades
de las empresas de asesorías de voto : ¿sería útil abordar las características
de los mercados financieros canadienses ?**

**Reflexão sobre as regras que regem as atividades das
agências de aconselhamento de voto : e se fosse útil tomar em consideração
as características dos mercados financeiros canadenses ?**

**股东投票代理机构行为管制规则之反思：
考量加拿大金融市场特征是否有益？**

* Professeure agrégée à la Faculté de droit de l'Université de Montréal, avocate et directrice de l'Observatoire du droit des marchés financiers.

Résumé

L'Instruction générale 25-201 adoptée en 2015 par les ACVM a établi une liste de bonnes pratiques que les agences de conseil en vote devraient prendre en considération dans le cadre de leurs activités. S'appuyant exclusivement sur l'autorégulation et sur l'idée que la divulgation de certaines informations permet aux mécanismes de marché de jouer leur rôle sans toutefois restreindre la flexibilité nécessaire à ce type d'activité cette approche a fait l'objet de nombreuses critiques.

Même si nous n'avons pas connu d'abus ayant entraîné des dommages justifiant l'adoption de mesures contraignantes au Canada, il est malgré tout justifié de se demander si le cadre réglementaire canadien est toujours adéquat. En effet, les marchés ont beaucoup évolué depuis 2015 et d'autres pays ont, dans les dernières années, modifié les règles encadrant les activités de conseil en droit de vote. Dans cette perspective, nous examinerons d'abord le rôle des agences conseil afin de mieux comprendre la place importante qu'elles occupent. Nous présenterons ensuite les craintes et les critiques qui ont été invoqués pour justifier un encadrement plus strict des services offerts par les agences afin de déterminer si celles-ci sont transposables en territoire canadien. La réflexion que nous proposons ici est menée à la lumière de l'importance croissante accordée à la démocratie actionnariale et du contexte canadien qui ont une influence souvent négligée sur la nature des services offerts par les agences conseil, leur pertinence ainsi que leur raison d'être.

Abstract

Policy Statement 25-201 adopted by the CSA in 2015 established a list of best practices that proxy advisory firms should take into account in their activities. Relying exclusively on self-regulation and on the idea that the disclosure of certain information allows market mechanisms to play their role without however restricting the flexibility necessary for this type of activity, this approach has been the subject of numerous criticisms.

Even if we have not recently experienced abusive or fraudulent practices justifying the adoption of restrictive measures in Canada, it is nevertheless justified to wonder whether the Canadian regulatory framework is still appropriate. Indeed, the markets have changed a lot since 2015 and other countries have, in recent years, modified the rules governing proxy voting activities. In this perspective, we will first examine the role of proxy advisory firms in order to better understand their importance. We will then present the apprehensions and criticisms that have been invoked to justify a stricter framework governing the services offered by proxy advisory firms in order to determine whether they can be transposed to Canadian territory. The analysis that we propose here is carried out in light of the growing importance of shareholder democracy and keeping in mind the specificity of Canadian markets, as this background is often neglected in discussions considering the appropriate way to regulate proxy advisory firms.

Resumen

La Declaración de Políticas 25-201 adoptada por la CSA en 2015, estableció una lista de buenas prácticas que las agencias consultoras deben tener en cuenta en el curso de sus actividades. Basándose exclusivamente en la autorregulación y basados en que la divulgación de ciertas informaciones permite a los mecanismos del mercado desempeñar su papel, aunque sin restringir la flexibilidad necesaria para este tipo de actividad, este enfoque ha sido objeto de numerosas críticas.

Aunque no conocemos abusos que hayan ocasionado daños que justifiquen la adopción de medidas restrictivas en Canadá, cabe preguntar si el marco reglamentario canadiense sigue siendo adecuado. En efecto, los mercados han evolucionado mucho desde el 2015 y otros países han modificado en los últimos años las reglas que rigen las actividades de asesoramiento sobre derecho al voto. Desde esta perspectiva, examinaremos inicialmente el papel de las agencias consultoras para comprender mejor el importante lugar que ocupan. A continuación, presentaremos los temores y las críticas que se han invocado para justificar un marco más estricto de los servicios ofrecidos por las agencias a fin de determinar si pueden trasladarse al territorio canadiense. La reflexión que proponemos aquí se efectúa a la luz de la creciente importancia que se le da a la democracia accionaria y del contexto canadiense, que tienen una importancia muchas veces descuidada en las discusiones sobre la naturaleza de los servicios ofrecidos por las agencias consultoras, su relevancia y su razón de ser.

Resumo

A Instrução Geral 25-201 adotada em 2015 pelas Autoridades Canadenses em Valores Mobiliários estabeleceu uma lista de boas práticas que as agências de aconselhamento de voto deveriam levar em consideração no quadro de suas atividades. Apoiando-se exclusivamente sobre a auto-regulação e sobre a ideia de que a divulgação de certas informações permite aos mecanismos de mercado desempenhar seu papel sem contudo restringir a flexibilidade necessária a esse tipo de atividade, esta abordagem é objeto de numerosas críticas.

Mesmo que não tenhamos conhecimento de abusos que tenham trazido danos que justifiquem a adoção de medidas restritivas no Canadá, ainda assim é justificável perguntar-se se o quadro regulatório canadense segue adequado. De fato, os mercados evoluíram bastante desde de 2015 e, nos últimos anos, outros países modificaram as regras que enquadram as atividades de aconselhamento de voto. Nesta perspectiva, examinaremos primeiro o papel das agências de aconselhamento a fim de melhor compreendermos o lugar importante que elas ocupam. Apresentaremos em seguida os receios e as críticas que foram invocados para justificar um enquadramento mais rígido dos serviços ofertados pelas agências, a fim de determinar se estes podem ser transpostos para território canadense. A reflexão que propomos aqui é conduzida à luz da importância crescente atribuída à democracia acionária e do contexto canadense, pano de fundo cuja importância é frequentemente negligenciada nas discussões sobre a natureza dos serviços ofertados pelas agências de aconselhamento, sua pertinência assim como sua razão de ser.

摘要

加拿大证券管理委员会（CSA）于2015年通过的《政策声明25-201》（Policy Statement 25-201）确立了股东投票代理机构应当在业务活动中予以考虑的一些最佳实践。这种方式仅依赖自我监管以及这样一种观点——披露某些信息会让市场机制发挥其作用而不对这类业务所需的灵活性作出限制。该方式遭到了许多批评。

即便我们没有经历驱使加拿大采取限制性措施的滥权行为，我们也有理由质问加拿大的监管框架是否仍然合适。事实上，市场自2015年以来发生了很大变化，其他一些国家在最近几年修改了管制投票代理机构业务的规则。从这个角度出发，我们将首先考查股东投票代理机构的作用以更好地理解它们所占的重要地位。然后，我们会介绍现有的顾虑和批评以论证需要对投票代理机构提供的服务进行更严格的监管，以决定这些监管规则能否移植到加拿大境内。我们之所以提出这些思考，是基于股东民主越来越受重视以及加拿大市场的特殊性——因为这一背景经常在管制股东投票代理机构的恰当方式的相关讨论中被忽视。

Plan de l'article

Introduction	83
I. L'industrie du conseil facilitant l'exercice du droit de vote par procuration : son rôle et sa prise d'importance.....	86
A. Le rôle de l'industrie du conseil facilitant l'exercice du vote par procuration	86
B. La prise d'importance de l'industrie du conseil relatif à l'exercice du droit de vote par procuration	93
II. Les critiques.....	98
A. Les situations de conflits d'intérêts potentiels pouvant affecter la qualité des conseils prodigués.....	99
B. L'influence des agences conseil sur la gouvernance des sociétés.....	104
C. L'influence réelle des agences conseil sur le résultat du vote lors des assemblées d'actionnaires.....	110
D. Le manque de transparence et les risques d'erreur.....	114
III. L'encadrement des agences offrant des services de conseil relatif à l'exercice du vote par procuration et le contexte canadien	123
A. Le contexte canadien : l'actionnariat concentré et les regroupements d'actionnaires	124
B. Le contexte canadien et l'activisme actionnarial	128
Conclusion.....	132

Le 22 juillet 2020, la *Securities and Exchange Commission*, l'organisme fédéral états-unien de réglementation et de contrôle des marchés financiers (ci-après « SEC »), a modifié les règles régissant les sollicitations de procuration dans l'objectif d'assurer aux clients des agences conseil un accès à des informations plus transparentes, précises et complètes leur permettant de prendre des décisions éclairées relativement à l'exercice de leurs droits de vote¹. Ces modifications apportées à l'encadrement des agences conseil avaient de quoi surprendre. En effet, il est rare, tel que le souligne Michael Cappucci, qu'un acteur obscur du monde financier retienne l'attention des régulateurs sans qu'il y ait eu un scandale qui soit venu ébranler la confiance des investisseurs, comme ce fût le cas avec l'effondrement d'Enron ou la crise financière de 2008². Or, comme il n'y a pas eu de scandale de ce genre impliquant des agences conseil et qu'il ne semble pas y avoir eu d'abus sérieux nécessitant une réaction législative, il est justifié de se questionner sur la raison d'être de ces changements.

Ce questionnement nous semble d'autant plus pertinent considérant que traditionnellement les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ci-après « ACVM ») ont eu tendance à s'inspirer des initiatives adoptées à l'étranger pour s'assurer d'une certaine harmonisation des règles applicables aux différents acteurs des marchés financiers. Spécifiquement, en ce qui concerne les agences conseil, les ACMV concluaient, en 2014, à l'importance que :

¹ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, « SEC Adopts Rule Amendments to Provide Investors Using Proxy Voting Advice More Transparent, Accurate and Complete Information », 22 juillet 2020, en ligne : <<https://www.sec.gov/news/press-release/2020-161>> (consulté le 26 janvier 2022). Ces amendements faisaient suite à un projet d'amendements à l'*Exemption from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice*, et l'appel à commentaires en découlant : U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Amendments to Exemption from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice*, 17 CFR Part 240, en ligne : <<https://www.sec.gov/rules/final/2020/34-89372.pdf>> (consulté le 27 janvier 2022). **Note :** Les nouvelles règles entrées en vigueur fin 2020, avaient toutefois une date de mise en œuvre prévue pour le 1^{er} décembre 2021. Par conséquent, le nouveau processus et les nouvelles exigences de divulgation devaient être appliqués pour la saison des procurations 2022.

² Michael CAPPUCCI, « The Proxy War against Proxy Advisors », (2019) *New York University Journal of Law and Business*, p. 2, en ligne : <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3488427> (consulté le 27 janvier 2022).

les pratiques exemplaires recommandées dans le projet d'avis cadrent avec les recommandations émergeant des travaux menés ailleurs et peuvent être appliquées par les agences internationales exerçant des activités à l'étranger.³

Ainsi, s'appuyant sur la réflexion menée dans différents pays en lien avec l'encadrement des activités des agences conseil en matière de vote par procuration, les ACVM ont adopté, en 2015, une approche reposant exclusivement sur l'autorégulation⁴ et sur l'idée que la divulgation de certaines informations permet aux mécanismes de marché de jouer leur rôle sans toutefois trop restreindre la flexibilité nécessaire à ce type d'activité.

Partant, considérant les récentes initiatives dans ce domaine ainsi que les doléances exprimées par certains acteurs du milieu, il semble opportun de se demander si les règles applicables aux agences conseil qui mènent leurs activités sur le territoire canadien sont toujours adéquates. Cet exercice s'avère notamment pertinent, même si nous n'avons pas connu de situations justifiant l'adoption de mesures contraignantes puisque les marchés ont évolué depuis 2015. En outre, cette réflexion s'avère nécessaire de ce côté de la frontière afin d'évaluer le bien-fondé de toutes propositions qui pourraient éventuellement avoir des effets sur les règles applicables aux activités des agences conseil canadiennes considérant l'influence traditionnelle du droit états-unien sur le droit canadien, et cela, malgré la possibilité que les nouvelles règles états-uniennes ne soient pas appliquées⁵.

Dans cet objectif, nous expliquerons tout d'abord qui sont les agences conseil facilitant l'exercice du vote par procuration et en quoi consiste leur

³ AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, « Avis de consultation des ACVM. Projet d'Avis 25-201 relatif aux indications à l'intention des agences de conseil en vote », 24 avril 2014, p. 5, en ligne : <<https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilières/25-201/2014-04-24/2014avril24-25-201-avis-cons-fr.pdf>> (consulté le 27 janvier 2022).

⁴ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Instruction générale 25-201 relative aux indications à l'intention des agences de conseil en vote*, en ligne : <<https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilières/25-201/2015-04-30/2015avril30-25-201-ig-final-fr.pdf>> (consulté le 27 janvier 2022) (ci-après « Instruction générale 25-201 »).

⁵ Le 17 novembre 2021, la SEC, sous la nouvelle direction de Gary Gensler, a en effet proposé des amendements aux règles de 2020 afin de retirer les nouvelles exigences qui avaient été adoptées sous le gouvernement Trump. Par ailleurs, la *Division of Corporation Finance* de la SEC a annoncé qu'elles ne prendraient pas de mesures coercitives pour violation des exigences prévues dans les règles de juillet 2020 ce qui a pour effet de suspendre l'application des règles de 2020 qui n'auront jamais été mises en application.

rôle, afin de mieux comprendre pourquoi elles occupent une place aussi importante (I). Cette vue d'ensemble nous permettra, par la suite, de présenter les craintes et les critiques qui sont fréquemment invoquées pour justifier un encadrement plus strict des services offerts par les agences dans l'objectif de déterminer si elles sont transposables en territoire canadien (II). Cette discussion nous permettra enfin d'aborder la question de l'encadrement des agences conseil dans le contexte des marchés financiers canadiens qui est très différent, malgré leur proximité des marchés états-unis (III).

Cette démarche nous apparaît utile puisqu'avant de modifier les règles encadrant les activités des agences conseil, il importe de constater que ces dernières ne préviennent pas le type de défaillances du marché auquel la réglementation applicable aux valeurs mobilières vise à remédier. En d'autres termes, nous devons démontrer que les agences conseil omettent de rendre publiques des informations pertinentes en matière de gouvernance ou que les informations qu'elles produisent sont inexactes⁶ et que cela pose un problème pour la protection des investisseurs et des marchés canadiens.

Si d'autres avant nous se sont intéressés aux activités des agences conseil⁷, le présent texte possède la particularité de s'attarder non seulement à la question de leur encadrement sous l'angle de la démocratie actionnariale, mais également de considérer spécifiquement le contexte canadien qui influence la nature des services offerts par ces dernières et les règles leur étant applicables. En effet, si une revue de la littérature portant sur les agences conseil fait ressortir que les auteurs se sont généralement intéressés à l'étendue de l'influence des conseillers en vote, rares sont ceux qui se sont penchés sur les raisons de leur influence⁸, sur les effets du marché sur leur rôle, ainsi que sur leur pertinence et leur raison d'être.

⁶ Bryce C. TINGLE, «The Agency Cost Case for Regulating Proxy Advisory Firms», (2016) 49-2 *UBC L. Rev.* 725, 732.

⁷ Au Canada, voir notamment Bryce C. TINGLE, *id.*; Bryce C. TINGLE, «Bad Company! The Assumptions Behind Proxy Advisors' Voting Recommendations», (2014) 37 *Dal. L.J.* 709, 714 et Ivan TCHOTOURIAN, Anne Shirley LEBEL et Francis PARADIS, «Agences de conseil en vote: réflexion comparative et critique sur leur encadrement réglementaire», (2018) 48 *R.G.D.* 5.

⁸ Andrew F. TUCH, «Proxy Advisor Influence in a Comparative Light», (2019) 99 *Boston U. L. Rev.* 1459, 1461, en ligne: <<http://www.bu.edu/bulawreview/files/2019/08/TUCH-final-edits-4.pdf>> (consulté le 28 janvier 2022).

I. L'industrie du conseil facilitant l'exercice du droit de vote par procuration : son rôle et sa prise d'importance

Une bonne compréhension de la relation qui existe entre l'industrie des agences conseil et les différents investisseurs institutionnels est essentielle pour comprendre le rôle que jouent les agences dans le paysage canadien et les effets des éventuelles modifications aux règles leur étant applicables.

Dans cet objectif, il importe, dans un premier temps, de cerner quels sont les services offerts par les agences conseil et qui elles sont (A). Ceci nous permettra de mieux comprendre pourquoi elles jouent actuellement un rôle central dans le bon fonctionnement de la démocratie actionnariale (B).

A. Le rôle de l'industrie du conseil facilitant l'exercice du vote par procuration

Depuis les années 1970, diverses réformes ont permis d'accroître l'influence des actionnaires⁹ en facilitant leurs interventions auprès des sociétés, ainsi qu'en leur permettant de jouer un rôle de plus en plus actif dans la surveillance et le contrôle du pouvoir de gestion¹⁰. Au centre de cette réflexion visant à responsabiliser les administrateurs et dirigeants¹¹ se trouve l'exercice du droit de vote des actionnaires.

En effet, le droit de vote constitue un élément essentiel permettant aux actionnaires de contribuer au bon fonctionnement des sociétés dont ils détiennent les titres. Il est la pierre d'assise de toutes leurs interventions visant à améliorer la gouvernance des sociétés¹². Il fait office de mécanisme de prise de décisions collectives en regroupant les informations privées

⁹ Bruce WELLING, *Corporate Law in Canada – The Governing Principles*, 3^e éd., Mudgeeraba (Australie), Scribblers Publishing, 2006, p. 472.

¹⁰ Dalia Tsuk MITCHELL, « Shareholders as Proxies: The Contours of Shareholder Democracy », (2006) 63-4 *Washington and Lee L. Rev.* 1503, 1510, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1017645>> (consulté le 27 janvier 2022).

¹¹ Janis SARRA, « Shareholders as Winners and Losers Under the Amended Canada Business Corporations Act », (2003) 39 *Can. Bus. L.J.* 52, 53.

¹² John ARMOUR, Henry HANSMANN et Reinier KRAAKMAN, « Agency Problems and Legal Strategies », dans Reinier KRAAKMAN et al. (dir.), *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, 3^e éd., New York, Oxford University Press, 2017, p. 29, à la p. 29.

détenues par les différents actionnaires et il permet d'unifier la volonté individuelle de ces derniers, afin de faire connaître aux dirigeants et administrateurs de la société ce que la majorité d'entre eux considère comme la meilleure stratégie d'optimisation de la valeur de la société¹³. Par ailleurs, le droit de vote permet aux actionnaires d'exercer une certaine forme de surveillance et de contrôle sur les administrateurs et les dirigeants afin de protéger les droits patrimoniaux qu'ils détiennent dans une société, notamment leur droit dans le partage de l'actif en cas de dissolution, ainsi que leur droit dans les bénéfices annuels¹⁴.

Afin d'être en mesure de jouer le rôle important qui leur est confié, les actionnaires doivent toutefois exercer leurs droits de vote en toute connaissance de cause. Ils doivent, en effet, avoir recueilli toutes les informations pertinentes leur permettant de prendre une décision éclairée sur la valeur des différentes propositions présentées lors des assemblées¹⁵. En ce sens, les actionnaires doivent avoir accès en temps utile à toute l'information pertinente ayant trait à la gestion de la société et à sa santé économique afin d'exercer les pouvoirs et les droits qui leur sont accordés par la loi.

Cela étant, la nature de l'actionnariat canadien appelé à exercer leurs droits de vote lors des assemblées a changé significativement dans les dernières décennies, à la suite du remplacement des épargnants individuels par des investisseurs institutionnels¹⁶. Actuellement, même si le nombre d'actions détenues par les différents investisseurs institutionnels canadiens ne peut se comparer à la part des titres détenue par leurs homologues états-unis, celle-ci est tout de même significative. En effet, les investisseurs institutionnels canadiens sont à l'origine d'approximativement les deux tiers en valeur monétaire des échanges effectués sur la Bourse de Toronto¹⁷.

¹³ Patrick LEDOUX, *Le droit de vote des actionnaires*, t. 379, Paris, L.G.D.J., 2002, p. 1. Toutefois, dans l'éventualité où le droit de vote est entravé par différents problèmes (problèmes notamment de comptabilisation des votes, ou limitations diverses à l'exercice de celui-ci), cette voie de communication devient inefficace et non représentative.

¹⁴ *Id.*, p. 5.

¹⁵ Luca ENRIQUES et Alessandro ROMANO, « Institutional Investor Voting Behaviour: A Network Theory Perspective », (2019) *U. of Illinois L. Rev.* 223, 233.

¹⁶ Jeffrey G. MACINTOSH, « Institutional Shareholders and Corporate Governance in Canada », (1995-1996) 26 *Can. Bus. L.J.* 145, 154.

¹⁷ « Over the last several decades, institutional investors have come to own a growing percentage of Canada's public companies. Intermediary institutions now hold approximately 32% of the shares of TSX-listed issuers and approximately 62% of Canada's 60 largest companies. In the United States, institutional investors hold approximately

Considérant cette importance sur les marchés et suivant les scandales financiers que nous avons connus dans les dernières décennies¹⁸, plusieurs personnes se sont questionnées sur le rôle des actionnaires institutionnels dans la surveillance des administrateurs et des dirigeants des sociétés ouvertes¹⁹. Cette volonté de voir les actionnaires institutionnels jouer un

73% of the 1000 largest companies.» (B. C. TINGLE, préc., note 6, 737). Voir aussi Shamsud D. CHOWDHURY et Eric Zengxiang WANG, «Institutional Activism Types and CEO Compensation: A Time-Series Analysis of Large Canadian Corporations», (2009) 35 *Journal of Management* 5, 7.

¹⁸ À titre d'illustration, nous n'avons qu'à penser aux conséquences importantes qu'a eues la débâcle financière de certaines grandes sociétés états-unienues, dont Enron, Tyco et WorldCom, sur l'évolution des mécanismes de gouvernance et sur l'encadrement des sociétés ouvertes au début des années 2000. En effet, ces cas désormais tristement célèbres, ainsi que les défaillances relevées par la suite dans la régie de différentes sociétés ouvertes partout dans le monde ont eu pour effet d'intensifier la production d'études en lien avec les différents mécanismes de surveillance des dirigeants et des administrateurs, et de mettre en lumière l'existence de certaines lacunes au sein des systèmes de gouvernance existants ainsi que l'insuffisance de la théorie de l'efficience des marchés pour assurer une protection adéquate de droits des actionnaires. Plus récemment, nous pouvons nous référer à la crise liée au papier commercial adossé à des actifs (PCAA). Voir Roberta S. KARMEI, «Should a Duty to the Corporation Be Imposed on Institutional Shareholders?», (2004-2005) 60 *Bus. Law* 1, 2.

¹⁹ Maria Lucia PASSADOR et Frederico RIGANTI, «Shareholders' Rights in Agency's Conflicts: Selected Issues in the Transatlantic Debate», (2018) 42 *Delaware J. of Corp. L.* 569, 570; Lucian A. BEBCHUK, «Letting Shareholders Set the Rules», (2006) 119 *Harv. L. Rev.* 1784, en ligne: <<http://ssrn.com/abstract=891823>> (consulté le 28 janvier 2022); Lucian A. BEBCHUK, «The Case for Increasing Shareholder Power», (2005) 118 *Harv. L. Rev.* 833, en ligne: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=387940> (consulté le 28 janvier 2022); Stephen M. BAINBRIDGE, «Director Primacy and Shareholder Disempowerment», (2006) 119 *Harv. L. Rev.* 1735, en ligne: <<http://ssrn.com/abstract=808584>> (consulté le 28 janvier 2022); Stephen M. BAINBRIDGE, «Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance», (2003) 97 *Nw U.L. Rev.* 547, en ligne <<http://ssrn.com/abstract=300860>> (consulté le 28 janvier 2022); Stephen M. BAINBRIDGE, «Investor Activism: Reshaping the Playing Field?», (2008) *UCLA School of Law, Law & Economics Research Paper* No. 08-12, en ligne: <<http://ssrn.com/abstract=1130969>> (consulté le 28 janvier 2022); Iman ANABTAWI, «Some Skepticism about Increasing Shareholder Power», (2006) 53 *UCLA L. Rev.* 1, en ligne: <<http://ssrn.com/abstract=783044>> (consulté le 28 janvier 2022); Gérard J. CHARREAUX, «Au-delà de l'approche juridico-financière: le rôle cognitive des actionnaires et ses conséquences sur l'analyse de la structure de propriété et de la gouvernance», (2002) *Université de Bourgogne – Fargo Working Paper* No. 020701, en ligne: <https://www.researchgate.net/publication/4793935_Au-dela_de_l%27approche_juridico-financiere_le_role_cognitif_des_actionnaires_et_ses_consequences_sur_l%27analyse_de_la_structure_de_propriete_et_de_la_gouvernance> (consulté le 28 jan-

rôle plus actif s'explique notamment du fait qu'ils sont mieux outillés pour prendre part aux débats relatifs à la gouvernance des sociétés ouvertes en comparaison avec les investisseurs individuels, en raison de leur détention importante d'actions et de leur expertise dans le domaine financier.

Or, ceux-ci ne possèdent toutefois pas tous le même intérêt à jouer ce rôle²⁰. En effet, même si les investisseurs institutionnels détiennent un pourcentage croissant des actions des sociétés ouvertes et disposent de ce fait d'un droit de vote important, ils manquent souvent d'incitatifs les poussant à exercer leurs droits de vote²¹. Cette situation s'explique notamment par deux phénomènes étroitement liés, soit le problème d'apathie rationnelle et celui du resquillage²².

En théorie, un actionnaire rationnel réalisera une intervention si celle-ci s'avère profitable pour lui au terme d'une analyse coûts/bénéfices²³. Cependant, les bénéfices découlant des interventions des actionnaires constituent un bien collectif dont l'ensemble des actionnaires peut profiter au prorata de leur investissement dans la société, même s'ils n'ont aucunement participé à sa mise en œuvre. Ainsi, même si un actionnaire a entrepris une intervention et a assumé la totalité des coûts liés à sa réalisation, il ne peut récolter plus que sa part des retombées positives découlant de la démarche²⁴. Dans ce contexte, bien que la surveillance et la discipline des

vier 2022); Stuart L. GILLAN et Laura T. STARKS, « Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors », (2000) 57 *Journal of Financial Economics* 275; et P. LEDOUX, préc., note 13.

²⁰ Pour un examen des caractéristiques des différents types d'investisseurs institutionnels qui sont susceptibles d'influencer leur capacité ou leur intérêt à adopter un comportement activiste, voir E. Philip DAVIS et Benn SEIL, *Institutionnal Investors*, The MIT Press, Cambridge, 2001.

²¹ Stephen CHOI, Jill E. FISCH et Marcel KAHAN, « The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality? », (2010) 59 *Emory L.J.* 869, 870.

²² Paul CALLUZO et Evan DUDLEY, « The Real Effects of Proxy Advisors on the Firm », 24 juillet 2017, en ligne : <<https://ssrn.com/abstract=2619698>> (consulté le 28 janvier 2022). Pour plus d'informations sur ce sujet, nous vous invitons à consulter : Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2^e éd., Montréal, Éditions Thémis, 2008.

²³ Voir notamment Mancur OLSON, *The Logic of Collective Action: Public Good and the Theory of Groups*, 2^e éd., Cambridge, Harvard University Press, 1971; Patrice MANN, *L'action collective – Mobilisation et organisation des minorités actives*, Paris, Armand Colin, 1991, p. 61; J. SARRA, préc., note 11, 65.

²⁴ L. ENRIQUES et A. ROMANO, préc., note 15, 232; E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 22, p. 521.

dirigeants soient nécessaires pour se prémunir contre une gestion de la société qui ne tient pas compte des intérêts de l'ensemble des actionnaires, on conçoit aisément qu'il est irrationnel pour un actionnaire de poser des gestes concrets pour corriger le problème si les coûts d'une démarche sont plus importants que les bénéfices espérés.

De même, le fait que l'actionnaire ne retire qu'une fraction des bénéfices émanant de la démarche entreprise et que les autres actionnaires profitent du changement sans avoir à partager les coûts²⁵ doit être pris en compte. Ce resquillage ou *free riding* des autres actionnaires peut avoir pour effet de dissuader l'actionnaire actif d'aller de l'avant avec une démarche en l'incitant à attendre que quelqu'un d'autre prenne l'initiative et assume les coûts liés à la prise d'actions²⁶. Aussi, les actionnaires peuvent, pour différents motifs, notamment la détention d'une faible participation, préférer l'apathie et choisir de ne pas participer aux assemblées générales et même s'abstenir d'exercer leurs droits de vote plutôt que d'effectuer un investissement important de temps, d'énergie et d'argent afin d'être en mesure d'exercer ces droits de vote de manière éclairée²⁷.

Malgré ce sombre tableau théorique, au cours des quatre dernières décennies, les investisseurs institutionnels se sont peu à peu éloignés de l'apathie rationnelle. Ainsi, de nos jours, la participation au vote lors des assemblées d'actionnaires est devenue la norme et les actionnaires sont beaucoup moins enclins que par le passé à soutenir la direction des sociétés les yeux fermés²⁸. Qu'est-il arrivé? L'explication se trouve dans divers

²⁵ Bernard S. BLACK, « Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice », (1991-1992) 39 *UCLA L. Rev.* 811, 821.

²⁶ Marco BECHT, Julian R. FRANKS, Colin MAYER et Stefano ROSSI, « Returns to Shareholder Activism – Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund », (2009) 22 *Review of Financial Studies* 3093, p. 4, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=934712>> (consulté le 28 janvier 2022). En effet, tel que l'énonce Edward B. Rock : « Disciplining management remains necessary to ensure that the managers manage the corporation effectively and in the interests of shareholders. But disciplining is a classic collective good: if it prevents managers from diverting profits from shareholder, all the shareholders benefit in the form of higher earnings and share prices, whether or not they contributed to the discipline. » (Edward B. ROCK, « The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism », (1991) 79 *Geo. L.J.* 445, 454.

²⁷ Bernard S. BLACK, « Shareholder Passivity Reexamined », (1991) 89 *Mich. L. Rev.* 520, 527.

²⁸ L. ENRIQUES et A. ROMANO, préc., note 15, 233.

changements qui sont apparus graduellement. Mentionnons notamment l'émergence des fonds spéculatifs activistes, les pressions politiques afin que les investisseurs institutionnels exercent une meilleure surveillance des administrateurs et des dirigeants ou, encore, l'existence des agences conseil.

Les agences conseil sont essentiellement des sociétés privées à but lucratif qui fournissent des recommandations et des informations en lien avec les questions qui sont soumises aux actionnaires à l'occasion des assemblées²⁹. Les agences conseil ont un effet positif sur l'activisme actionnarial, car les recommandations qu'elles formulent réduisent les coûts et facilitent l'expression de la volonté des actionnaires, rendant cette option plus attrayante que celle de vendre leurs titres. Leur présence limite alors l'apathie des actionnaires institutionnels tout en permettant de faire face aux problèmes d'action collective inhérents à une action concertée de ces derniers³⁰.

Pour un montant déterminé, les agences formulent des recommandations sur la façon d'exercer les droits de vote rattachés aux actions³¹ faisant partie des portefeuilles de leurs clients, généralement des investisseurs institutionnels³², diminuant de ce fait les coûts d'accès à l'information. Les services offerts par les agences conseil sont soumis aux conditions déterminées par le contrat conclu entre les parties. C'est donc le contenu contractuel qui établit les obligations que doivent respecter les parties, notamment

²⁹ Les questions visées par les recommandations des agences conseil comprennent tant des questions courantes de gouvernance, en lien par exemple avec l'élection des administrateurs ou le vote consultatif sur leur rémunération (« say on pay »), que des questions plus complexes relatives à des fusions et acquisitions (M&A) : David F. LARKER, Allan L. McCALL et Brian TAYNAN, « And Then A Miracle Happens!: How Do Proxy Advisory Firms Develop Their Voting Recommendations? », *Stanford Closer Look Series*, 25 février 2013, p. 1, en ligne : <<https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/publication-pdf/cgri-closer-look-31-proxy-firms-voting-recommendations.pdf>> (consulté le 28 janvier 2022).

³⁰ Gaia BALP, « Regulating Proxy Advisors Through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach », (2016) 14 *European Company and Financial L. Rev.*, p. 4, en ligne : <<https://ssrn.com/abstract=3097721>> (consulté le 28 janvier 2022).

³¹ S. CHOI, J. E. FISCH et M. KAHAN, préc., note 21, 870.

³² Yvan ALLAIRE, « Le rôle préoccupant des agences de conseil en vote (“proxy advisors”) : Quelques recommandations de politiques », *Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques* (IGOPP), 2013, p. 7, en ligne : <https://igopp.org/wp-content/uploads/2014/07/PP_RolePreoccupantConseillersVote-pp7_Allaire_FR-singlepage-SHORT_v2.pdf> (consulté le 28 janvier 2022) ; I. TCHOTOURIAN, A. S. LEBEL et F. PARADIS, préc., note 7, 7.

en ce qui a trait à la confidentialité, la nature des services offerts et les conditions devant être respectées lors de la formulation des recommandations. Dans ce contexte, même si les recommandations formulées s'appuient généralement sur des pratiques de gouvernance recommandées par l'agence conseil pour une année spécifique, dans certains cas, les particularités des investisseurs institutionnels faisant appel à ces services conseil peuvent être prises en considération. En outre, il est possible d'obtenir des conseils personnalisés tenant compte des règles internes guidant l'exercice des droits de vote d'un investisseur institutionnel.

Afin de répondre aux demandes de leurs clients, les agences conseil examinent les questions soumises au vote des actionnaires lors des assemblées et analysent les documents accompagnant l'avis d'assemblée et le formulaire de procuration envoyé. De même, elles regroupent les faits pertinents en lien avec les propositions présentées ainsi que les informations au sujet des sociétés et des marchés dans lesquels elles évoluent et analysent l'ensemble de ces informations complexes afin d'en comprendre les conséquences.

Les agences conseil sont, en ce sens, essentiellement des intermédiaires qui participent à réduire l'asymétrie informationnelle qui existe entre les actionnaires et les sociétés³³. En effet, les agences conseil minimisent les coûts liés à l'analyse de l'information divulguée aux actionnaires (et au grand public) dans un contexte où les investisseurs ne possèdent pas nécessairement les connaissances spécifiques ou l'intérêt économique pour le faire eux-mêmes. De ce fait, elles participent à limiter l'adoption de comportements opportunistes par les administrateurs et les dirigeants en améliorant la capacité des investisseurs institutionnels à effectuer une surveillance adéquate des sociétés dans lesquelles ils investissent l'argent de leurs bénéficiaires³⁴. En contribuant au bon fonctionnement de la démocratie actionnariale, les agences conseil permettent aux investisseurs institutionnels de jouer

³³ Vanda HEINEN, Christopher KOCH et Mario SCHARFBILLIG, « Exporting Corporate Governance: Do Foreign and Local Proxy Advisors Differ? », *Gutenberg School of Management and Economics & Research Unit "Interdisciplinary Public Policy" Discussion Paper Series*, 30 août 2018, p. 1, en ligne : <https://download.uni-mainz.de/RePEc/pdf/Discussion_Paper_1810.pdf> (consulté le 29 janvier 2022).

³⁴ Tamara C. BELINFANTI, « The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control », (2009) 14 *Stanford J. of L., Bus. & Fin.*, p. 2, en ligne : <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1558097> (consulté le 29 janvier 2022).

un rôle significatif afin d'améliorer les pratiques de gouvernance au Canada, ce qui, on peut le croire, participe au bon fonctionnement des marchés et accroît la valeur des émetteurs assujettis.

De ce fait, le recours aux agences conseil a également modifié les habitudes de la direction des sociétés quant à l'exercice de leur pouvoir de gestion. En effet, si, traditionnellement, même les investisseurs institutionnels plus importants ont eu tendance à suivre le « Wall Street Rule » – c'est-à-dire à voter conformément à la volonté de la direction de la société ou à vendre leurs actions – parce que l'analyse coûts-bénéfices ne justifiait pas d'engager des sommes pour exercer leurs droits de vote de manière éclairée³⁵, la venue des agences conseil a complètement changé la donne et désormais l'appui inconditionnel des investisseurs institutionnels n'est plus acquis.

B. La prise d'importance de l'industrie du conseil relatif à l'exercice du droit de vote par procuration

Dans les dernières décennies, la demande pour les services offerts par les agences fournissant des conseils relatifs à l'exercice du droit de vote a augmenté de manière importante. Les facteurs qui ont contribué à cette prise d'importance sont bien connus, tout comme les avantages qu'ils offrent aux investisseurs institutionnels qui ont recours à leurs services³⁶.

Tel que nous l'avons évoqué précédemment, les fonds de pension, qu'ils soient publics ou privés, les fonds communs de placement, les banques, les fonds spéculatifs (*hedge funds*) et les sociétés d'assurance sont aujourd'hui les principaux actionnaires des sociétés ouvertes au Canada et ailleurs dans le monde³⁷. Ceci a deux conséquences importantes. Tout d'abord, les investisseurs institutionnels ont non seulement tendance à détenir une participation plus importante dans les sociétés dont ils détiennent les titres, mais ils possèdent également une plus large part du marché³⁸, ce qui a comme effet que l'actionnariat est concentré entre les mains d'un nombre moins élevé d'actionnaires. En effet, l'importance des actifs sous la gestion

³⁵ George W. DENT, « A Defense of Proxy Advisors », (2014) *Michigan State L. Rev.* 1287, 1288, en ligne : <<https://ssrn.com/abstract=2451240>> (consulté le 29 janvier 2022).

³⁶ G. BALP, préc., note 30, p. 2.

³⁷ L. ENRIQUES et A. ROMANO, préc., note 15, 225.

³⁸ M. CAPPUCCI, préc., note 2, p. 4.

des investisseurs institutionnels, ainsi que la diversification de ces actifs afin de réduire le niveau de risque, a entraîné des investissements significatifs dans un nombre plus important de sociétés³⁹. De ce fait, comme dans une grande partie du monde, le Canada a assisté à une transformation de ses marchés financiers au cours du dernier demi-siècle. Si, auparavant, presque toutes les actions étaient détenues et votées directement par des investisseurs individuels, aujourd'hui, d'importants blocs d'actions, en particulier dans les sociétés inscrites au TSX, sont détenus et votés par des investisseurs institutionnels⁴⁰.

Ensuite, les investisseurs institutionnels sont actuellement plus susceptibles d'exercer les droits de vote rattachés à leurs actions, ce qui accroît leur influence sur le résultat du vote. À titre d'illustration, aux États-Unis, les investisseurs institutionnels expriment les droits de vote rattachés à 91 % des actions qu'ils détiennent, contre seulement 29 % pour les particuliers, ce qui leur accorde une influence non négligeable sur les résultats du vote⁴¹.

Cette situation s'explique puisque l'importance des actifs détenus par les différents investisseurs institutionnels s'est accompagnée d'une pression accrue sur ces derniers afin qu'ils exercent les droits de vote rattachés aux actions qu'ils détiennent au nom de leurs bénéficiaires et qu'ils le fassent en toute connaissance de cause⁴². En effet, la surveillance par les investisseurs

³⁹ A. F. TUCH, préc., note 8, 1467; Asaf ECKSTEIN et Sharon HANNES, « A Long/Short Incentive Scheme for Proxy Advisory Firms », (2018) 53 *Wake Forest L. Rev.* 787, 794.

⁴⁰ B. C. TINGLE, préc., note 6, 714-715: « In Canada, 32% of the shares of TSX-listed issuers are held by institutions, 25 which are estimated to be responsible for two-thirds of the trades on the TSX by dollar volume. »

⁴¹ James COPLAND, David F. LARCKER et Briand TAYAN, « The Big Thumb on the Scale: An Overview of the Proxy Advisory Industry », *Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 18-27*, 31 mai 2018, p. 2, en ligne: <<https://ssrn.com/abstract=3188174>> (consulté le 29 janvier 2022).

⁴² Les investisseurs institutionnels ont le devoir de gérer de manière appropriée les actifs qu'ils détiennent au nom de leurs clients. Cette obligation oblige les investisseurs institutionnels à exercer les droits de vote se rattachant aux actions détenues dans leurs portefeuilles de manière à protéger la valeur à long terme de l'investissement ainsi que pour en protéger la valeur à court terme: A. ECKSTEIN et S. HANNES, préc., note 39, 794. Notamment, aux États-Unis, l'industrie des conseils relatifs à l'exercice des droits de vote exercés par procuration s'est développée au cours des vingt dernières années en raison de l'évolution du marché et de la réglementation. En 1988, le département américain du Travail a estimé que les votes rattachés aux actions détenues par un régime de retraite doivent être exercés dans le meilleur intérêt des bénéficiaires et que cette

institutionnels des administrateurs et des dirigeants des sociétés a longtemps été considérée comme la solution aux différents problèmes de gouvernance observés⁴³. Or, cette pression exercée sur les investisseurs institutionnels afin qu'ils exercent leurs droits de vote a créé un problème logistique considérant qu'ils étaient dès lors amenés à examiner une quantité importante d'information en raison notamment des obligations de divulgation croissantes imposées aux émetteurs assujettis⁴⁴.

Néanmoins, outre les investisseurs institutionnels les plus importants, les investisseurs institutionnels disposent généralement d'un personnel limité pour effectuer des recherches leur permettant de prendre des décisions éclairées en ce qui a trait à l'exercice de leurs droits de vote⁴⁵. Par ailleurs, tous les investisseurs ne sont pas prêts à supporter les coûts ou à prendre le temps requis pour effectuer les démarches qui leur permettraient de prendre une décision éclairée relativement à l'exercice de leurs droits de vote. Cela peut notamment s'expliquer par la faible importance des intérêts économiques détenus dans les différentes sociétés composant leur portefeuille, ou encore, par les stratégies d'investissement utilisées ou les rendements incertains découlant de l'exercice des droits de vote afin de modifier la gouvernance des sociétés⁴⁶. En outre, lorsque les investisseurs institutionnels détiennent des portefeuilles diversifiés, ce qui est généralement le cas, les coûts rattachés à la réalisation d'une analyse indépendante de l'information pour chaque proposition dans chacune des sociétés de leur portefeuille peut être considérable⁴⁷.

obligation fait partie de l'obligation fiduciaire générale de gérer les actifs détenus : T. C. BELINFANTI, préc., note 34, p. 7.

⁴³ Roberta ROMANO, « Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance », (2001) 18 *Yale J. on Reg.* 174.

⁴⁴ Y. ALLAIRE, préc., note 32, p. 12. Soulignons toutefois que bien que l'exercice des droits de vote rattachés aux actions composant les portefeuilles des investisseurs institutionnels soit fortement souhaité, il ne s'agit pas d'une exigence provenant d'une règle juridique. Cela découle plutôt du contrat existant entre l'investisseur institutionnel et ses bénéficiaires : T. C. BELINFANTI, préc., note 34, p. 54.

⁴⁵ Stephen CHOI, Jill E. FISCH et Marcel KAHAN, « Director Elections and the Role of Proxy Advisors », (2009) 82 *Southern California L. Rev.* 649, 655.

⁴⁶ G. BALP, préc., note 30, p. 2.

⁴⁷ Andrey MALENKO et Nadya MALENKO, « Proxy Advisory Firms: The Economics of Selling Information to Voters », (2019) 74 *Journal of Finance*, p. 2, en ligne : <<https://ssrn.com/abstract=2757597>> (consulté le 29 janvier 2022).

Dans ce contexte, les avantages de recourir à une agence conseil sont évidents pour les investisseurs institutionnels qui souhaitent principalement maximiser la valeur de leurs portefeuilles⁴⁸. En effet, pour les investisseurs institutionnels, il est généralement préférable de payer une somme modique à une agence (montant qui est également facturé à de nombreux autres investisseurs détenant les mêmes actions) afin qu'elle analyse l'information disponible et détermine comment exercer les droits de vote détenus plutôt que d'engager des frais plus importants en effectuant cette analyse à l'interne⁴⁹. En externalisant le processus d'analyse nécessaire à la prise de décisions éclairées relativement à l'exercice de leurs droits de vote, les investisseurs institutionnels respectent leurs obligations fiduciaires envers leurs bénéficiaires et peuvent concentrer leurs efforts sur la gestion de leur portefeuille⁵⁰. De ce fait, les agences conseil représentent une solution efficiente puisqu'elles simplifient l'acquisition de l'information⁵¹.

Rappelons ici que les détenteurs de l'intérêt économique dans les actions des sociétés canadiennes ne sont ni les agences conseil, ni les investisseurs institutionnels qui font appel à leurs services. Ce sont plutôt les bénéficiaires de ces fonds, c'est-à-dire des épargnants canadiens qui ont investi leurs économies dans ces fonds afin de s'assurer d'une retraite plus confortable. En ce sens, si l'investisseur institutionnel est généralement le propriétaire légal des actions faisant partie de ses portefeuilles, l'intérêt économique dans ces actions appartient à ses bénéficiaires⁵². Dès lors les votes par procuration sont des droits qui doivent être exercés avec prudence conformément aux intérêts des bénéficiaires. Dans ce contexte, la démarche en lien avec l'exercice du vote peut s'avérer très complexe puisque les investisseurs institutionnels doivent prendre en considération le contexte unique de chaque fonds, l'appétit pour le risque, ainsi que la stratégie d'investissement des bénéficiaires.

En plus des pressions exercées sur les investisseurs institutionnels afin qu'ils exercent leurs droits de vote, la nature, la complexité⁵³ et la quantité

⁴⁸ *Id.*

⁴⁹ G. W. DENT, préc., note 35, 1298.

⁵⁰ Ike BRANNON et Jared WHITLEY, « Corporate Governance Oversight and Proxy Advisory Firms », (2018) 41 *Regulation* 18, 18.

⁵¹ G. BALP, préc., note 30, p. 2.

⁵² B. C. TINGLE, préc., note 6, 737.

⁵³ Par exemple, en donnant aux actionnaires un droit de parole sur la rémunération, la loi Dodd-Frank les oblige à voter sur des plans de rémunération complexes. De même,

de propositions soumises au vote des actionnaires a également contribué à cet intérêt grandissant pour les services offerts par les agences conseil⁵⁴. De même, la prise d'importance de l'activisme actionnarial ainsi que le fait que les questions soumises sont susceptibles d'avoir des conséquences économiques plus importantes pour les sociétés⁵⁵ ont également contribué à la prise d'importance du rôle des agences conseil à travers le monde⁵⁶. En effet, si, dans les années 1990, les investisseurs institutionnels possédaient un intérêt limité pour les questions liées à la gouvernance puisque les gains qui pouvaient en découler étaient considérés comme peu importants⁵⁷, les choses ont changé⁵⁸.

Par ailleurs, les contraintes de temps imposées par la courte période sur laquelle la plupart des assemblées d'actionnaires se tiennent au Canada et ailleurs dans le monde ont également poussé les investisseurs institutionnels à faire appel à une expertise externe afin de répondre à leurs obligations. En effet, au Canada :

there are approximately 3,800 public companies and 84% of those companies on the TSX have year-ends of December 31. In nearly all cases this means their AGMs are scheduled to occur within a three-month period between

si auparavant les propositions d'actionnaires n'obtenaient presque jamais une majorité d'appui et que les investisseurs institutionnels pouvaient considérer qu'il était peu important de s'informer sur ces questions afin d'exercer les droits de vote détenus de manière informée, actuellement, ces propositions sont plus souvent adoptées et font évoluer les pratiques en matière de gouvernance. Voir G. W. DENT, préc., note 35, 1299-1300.

⁵⁴ A. F. TUCH, préc., note 8, 1468 ; Christie HAYNE et Marshall D. VANCE, « Information Intermediary or De Facto Standard Setter?: Field Evidence on the Indirect and Direct Influence of Proxy Advisors », (2019) *Journal of Accounting Research*, p. 6, en ligne : <<https://ssrn.com/abstract=3325622>> (consulté le 29 janvier 2022).

⁵⁵ Par exemple, même si les entreprises ne prennent pas toujours des mesures en réponse à un vote des actionnaires – en particulier lorsque le vote est consultatif plutôt que contraignant – certaines études suggèrent que les administrateurs de sociétés prêtent attention aux résultats du vote et, dans de nombreux cas, incorporent les résultats du vote dans leurs décisions. C'est particulièrement le cas lorsque les actionnaires enregistrent un fort « vote de protestation » contre une proposition : J. COPLAND, D. F. LARCKER et B. TAYAN, préc., note 41, p. 1.

⁵⁶ S. CHOI, J. E. FISCH et M. KAHAN, préc., note 45, 655 ; M. CAPPUCCI, préc., note 2, p. 6-7 ; S. CHOI, J. E. FISCH et M. KAHAN, préc., note 21, 869.

⁵⁷ John C. COFFEE, « Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor », (1991) 91-6 *Colum L. Rev.* 1277, 1317-1328.

⁵⁸ T. C. BELINFANTI, préc., note 34, p. 9.

mid-March and mid-June, known to securities professionals as “proxy season.” For 80% of TSX-listed companies there are less than 50 days between receipt of the proxy materials and the meeting.⁵⁹

De ce fait, il n’est pas étonnant que les investisseurs institutionnels choisissent d’obtenir des conseils auprès de tiers considérant le nombre important d’informations qui leur est soumis et le temps limité dont ils disposent pour en faire l’analyse⁶⁰.

Partant, les recommandations fiables et valides provenant des agences conseil répondent à un réel besoin en facilitant l’analyse et la compréhension des nombreuses informations diffusées par les sociétés émettrices, ce qui conduit, possiblement, à de meilleures décisions lors de l’exercice des droits de vote par procuration, au meilleur fonctionnement de la démocratie actionnariale et à de meilleures politiques en matière de gouvernance d’entreprise⁶¹. Cela étant, un certain nombre de problèmes semblent toutefois peser sur l’industrie du conseil facilitant l’exercice des droits de vote par procuration, ce qui soulève des doutes sur sa capacité à jouer le rôle important qui lui est confié. La compréhension des limites inhérentes aux recommandations formulées est donc essentielle pour s’assurer de l’intégrité du vote et protéger, le cas échéant, les investisseurs.

II. Les critiques

Les agences conseil telles qu’ISS ou Glass Lewis⁶² jouent actuellement un rôle important dans le bon fonctionnement des marchés de capitaux. En conseillant les investisseurs institutionnels sur la manière de voter lors des assemblées, elles participent à faire entendre la voix des actionnaires et à faire évoluer les pratiques en matière de gouvernance au sein des sociétés. L’exercice d’un pouvoir aussi important suscite toutefois certaines inquié-

⁵⁹ B. C. TINGLE, préc., note 6, 739-740.

⁶⁰ I. BRANNON et J. WHITLEY, préc., note 50, 19.

⁶¹ L. ENRIQUES et A. ROMANO, préc., note 15, 232; D. F. LARKER, A. L. MCCALL et B. TAYNAN, préc., note 29, p. 1. En effet, une bonne gouvernance d’entreprise est un bien public, et une mauvaise gouvernance d’entreprise, si elle est répandue, peut provoquer des externalités importantes, et même affecter de manière importante l’économie d’un pays. Voir B. C. TINGLE, préc., note 6, 732-733.

⁶² Ensemble, ISS et Glass Lewis contrôlent environ 97 % du marché et sont les deux principales agences agissant au Canada. Le *Shareholder Association for Research and Education* (ci-après « SHARE ») constitue une alternative possible au Canada.

tudes⁶³. Notamment, l'influence des agences conseil préoccupe beaucoup les sociétés ouvertes et leurs conseillers juridiques puisque les agences ne sont pas imputables. En effet, la réputation des agences conseil demeure le principal mécanisme disciplinaire permettant d'endiguer les comportements opportunistes de ces dernières.

Bien que certaines études aient révélé quelques situations potentielles d'abus, à ce jour, aucun recours n'a été entrepris contre les agences conseil et aucune de ces études n'a réussi avec certitude à remettre en cause l'intégrité du processus menant à la formulation des recommandations. Malgré tout, considérant la place qu'occupent ces craintes dans la littérature, il semble que leur examen soit incontournable afin de comprendre les arguments de ceux qui souhaitent modifier l'encadrement des services offerts par les agences conseil et déterminer s'ils justifient les changements réclamés. Dans cet objectif, nous examinerons les craintes ayant été soulevées par les acteurs du marché en lien avec les services offerts par les agences conseil en les regroupant en quatre grandes catégories : (A) les situations de conflits d'intérêts potentiels pouvant affecter la qualité de l'information et des conseils prodigués, (B) les implications pour la gouvernance des sociétés visées, (C) l'influence globale des agences conseil et (D) le manque de transparence empêchant le marché de jouer son rôle.

A. Les situations de conflits d'intérêts potentiels pouvant affecter la qualité des conseils prodigués

Le bon fonctionnement des marchés est rendu possible en raison de l'existence de plusieurs types de relations d'agence qui dépassent largement les relations d'agences existant au sein des sociétés⁶⁴. En effet, si les actionnaires doivent compter sur les dirigeants pour prendre des décisions et maximiser la valeur des actifs de la société, les dirigeants doivent pour leur part s'appuyer sur des agents tiers tels que les auditeurs pour les aider à prendre de bonnes décisions. De même, plusieurs personnes doivent compter sur les investisseurs institutionnels pour investir leur argent et prendre des décisions financières qui ont un impact sur leur avenir et les investisseurs institutionnels doivent compter sur les agences conseil pour obtenir des recommandations quant à la façon d'exercer les droits de vote qu'ils détiennent.

⁶³ A. ECKSTEIN et S. HANNES, préc., note 39, 787.

⁶⁴ T. C. BELINFANTI, préc., note 34, p. 20.

Un problème d'agence survient lorsqu'une partie délègue certains pouvoirs à une autre partie afin que cette dernière agisse en son nom, mais que les intérêts des parties sont mal alignés, ce qui peut donner ouverture à l'adoption de comportements opportunistes⁶⁵. Dans le cas précis des agences conseil, alors que les investisseurs institutionnels souhaitent généralement maximiser le rendement de leurs portefeuilles dans l'intérêt de leurs bénéficiaires, les agences visent plutôt à accroître la valeur de leur patrimoine. Le modèle d'affaires des agences conseil entraîne ainsi des risques quant à l'adoption de comportements opportunistes qui ne sont pas différents de ceux généralement observables chez les autres services de conseils professionnels. En effet, comme pour tous les mandataires, les agences conseil sont susceptibles d'agir en fonction de leurs propres convictions ou dans leurs intérêts personnels, et cela, au détriment du meilleur intérêt de leurs clients. Ces problèmes d'agence peuvent compromettre l'objectivité et l'indépendance des recommandations de vote ou donner l'impression que les recommandations sont biaisées. De ce fait, dans la mesure où les problèmes d'agence ne sont pas correctement identifiés et gérés, il est possible qu'ils aient des effets négatifs sur l'intégrité du processus de démocratie actionnariale.

On retrouve dans la littérature trois types de situations problématiques auxquels les services offerts par les agences conseil peuvent donner ouverture⁶⁶. Tout d'abord, il peut exister un problème d'agence lorsqu'il existe une relation économiquement significative entre une agence conseil et un client qui soumet une proposition lors d'une assemblée d'actionnaires. Dans ce cas précis, l'agence peut être tentée de favoriser la proposition de son client en émettant une recommandation favorable auprès des autres membres de sa clientèle étant appelés à exercer leurs droits de vote lors de cette assemblée⁶⁷. De même, un problème d'agence peut survenir lorsque l'agence conseil fournit à la fois des recommandations au sujet de la façon d'exercer le droit de vote rattaché aux actions détenues par des investis-

⁶⁵ Eugene F. FAMA et Michael C. JENSEN, « Separation of Ownership and Control », (1983) 26 *J. L. & Econ.* 301, 301, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=94034>> (consulté le 29 janvier 2022).

⁶⁶ « [I]n some cases the shareholders of proxy advisory firms are themselves participants of the wider financial community, conflicts may arise where a firms' controlling shareholders, or related parties thereof, hold relevant business ties with companies subject to proxy analysis, or, being themselves shareholders of listed companies, intend to promote their own governance views or particular interests in investee companies. » (G. BALP, préc., note 30, p. 5).

⁶⁷ *Id.*, p. 6.

seurs institutionnels et des conseils sur des questions de gouvernance à la société qui a émis ces actions⁶⁸. Il s'agit du conflit d'intérêts le plus souvent cité par les critiques et ne vise que l'agence ISS qui fournit des services de conseil aux sociétés sur des questions de gouvernance en plus des services relatifs à l'exercice du vote par procuration⁶⁹.

Enfin, l'indépendance de l'agence conseil peut également être compromise par la présence de conflits dans leur structure de propriété⁷⁰. De manière plus spécifique, certains considèrent qu'il existe un conflit d'intérêts découlant du fait que Glass Lewis est la propriété d'investisseurs institutionnels canadiens politiquement actifs – soit le Régime de retraite des enseignants et des enseignants de l'Ontario et l'Alberta Investment Management Corporation – puisque cette agence conseil peut utiliser son influence pour faire avancer les intérêts personnels des investisseurs qui en sont les propriétaires⁷¹. Malgré les craintes exprimées, il demeure que ce conflit d'intérêts découlant de la structure de propriété de Glass Lewis possède des effets limités puisqu'il est déjà intégré dans le modèle économique des agences. En effet, les investisseurs institutionnels sont les clients des agences. Il n'est pas nécessaire de se pencher sur leurs structures de propriété pour trouver des raisons qui justifient que les agences favorisent les intérêts des investisseurs institutionnels lorsqu'elles formulent leurs recommandations⁷².

Cela étant, considérant l'influence des agences conseil, il est important que leurs recommandations soient informées, représentatives de la réalité de la société et non biaisées puisqu'elles sont susceptibles d'affecter la valeur des actions. Afin d'atteindre cet objectif, la divulgation de l'existence de conflits d'intérêts offre un moyen simple et efficace de contrôler les coûts d'agence, car elle incite l'agent à contrôler ses coûts d'agence, tout en

⁶⁸ Keith JOHNSON, Cynthia WILLIAMS et Ruth AGUILERA, « Proxy Voting Reform: What is in the Agenda, What is not on the Agenda, and Why Does it Matters for Asset Owners », (2019) 99 *Boston U. L. Rev.* 1347, 1356, en ligne : <<https://www.bu.edu/bulawreview/files/2019/06/JOHNSON-WILLIAMS-AND-AGUILERA-.pdf>> (consulté le 29 janvier 2022).

⁶⁹ Glass Lewis ne fournit pas de services de conseil aux sociétés et n'est donc pas concerné par cette critique. Voir B. C. TINGLE, préc., note 6, 774 ; Tao LI, « Outsourcing Corporate Governance: Conflict of Interest Within the Proxy Advisory Industry », (2018) 64 *Management Science* 2951.

⁷⁰ G. BALP, préc., note 30, p. 5.

⁷¹ I. BRANNON et J. WHITLEY, préc., note 50, 20.

⁷² B. C. TINGLE, préc., note 6, 775.

plaçant le mandant dans une meilleure position pour surveiller et exercer un contrôle sur les actions de l'agent⁷³. Or, tel que Gaia Balp le souligne :

The lack of an adequate level of disclosure regarding conflicts of interest is generally reported in the relevant literature drawing attention to the non-specific nature of information contained on this issue in reports delivered to clients, and on measures internally adopted for the managing thereof, which does not allow them to form a clear and case-specific opinion on the influence such particular interests may have had on voting recommendations.⁷⁴

Si cela s'avère, ce manque de transparence permet à l'agent d'agir sans crainte de sanctions publiques, augmente le risque de perte résiduelle pour le mandant, fournit un terrain fertile pour l'adoption de comportements opportunistes et entraîne une asymétrie d'information qui permet aux agents de prendre des décisions basées sur ses propres intérêts⁷⁵.

Considérant les effets néfastes, ce risque d'opportunisme qui existe en raison de la délégation de pouvoir ne devrait pas être toléré sans que des procédures de contrôle efficaces soient mises en place⁷⁶. En effet, tel que Fama et Jensen l'ont noté, sans procédures de contrôle efficaces, ceux qui détiennent le pouvoir décisionnel (les agences) sont susceptibles de prendre des mesures qui s'écartent des intérêts de l'autre partie (les investisseurs institutionnels)⁷⁷. Or, en l'absence d'une réelle concurrence ou d'une obligation claire de divulguer les situations de conflits d'intérêts, les mécanismes de contrôle peuvent être inefficaces et les conséquences pour les investisseurs et les marchés peuvent être difficiles à évaluer⁷⁸.

Afin de répondre à certaines préoccupations exprimées au sujet des conflits d'intérêts affectant les agences conseil et de l'incidence possible de ces situations sur les marchés des capitaux du Canada, les ACVM ont

⁷³ T. C. BELINFANTI, préc., note 34, p. 36.

⁷⁴ G. BALP, préc., note 30, p. 7.

⁷⁵ T. C. BELINFANTI, préc., note 34, p. 36.

⁷⁶ *Id.*, p. 23.

⁷⁷ E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 22, p. 493. Dans ce contexte, l'expression « coûts d'agence » désigne les frais découlant des incitatifs et des mesures de surveillance et de contrôle devant être mis en place pour gérer les comportements opportunistes qui peuvent survenir lorsqu'une partie (le « mandant », en l'occurrence les clients institutionnels des agences conseil) sous-traite certaines décisions ou actions à un tiers (le « mandataire » – les agences).

⁷⁸ I. BRANNON et J. WHITLEY, préc., note 50, 19.

adopté en 2015 un ensemble de règles non normatives afin de clarifier les attentes face à la divulgation des situations de conflits d'intérêts. Spécifiquement, le paragraphe 6 de l'article 2.1 de l'Instruction générale 25-201⁷⁹ recommande que l'agence de conseil en vote fournisse suffisamment d'information à ses clients pour qu'ils puissent évaluer l'indépendance, l'objectivité et les services de l'agence, y compris toute mesure prise pour traiter les conflits d'intérêts réels ou potentiels. Par ailleurs, l'agence de conseil en vote peut traiter les conflits d'intérêts réels ou potentiels en mettant en œuvre des pratiques adéquates et elle peut établir des politiques et procédures écrites visant à repérer, à gérer et à atténuer les conflits d'intérêts réels ou potentiels qui sont susceptibles d'influer sur ses recherches et analyses, ainsi que ses recommandations de vote⁸⁰.

Ainsi, au Canada, il n'existe pas de mesures contraignant les agences conseil à éviter ou à limiter toutes situations de conflits d'intérêts ou à les divulguer à leurs clients en suivant une procédure stricte⁸¹. Or, malgré l'absence de règles obligatoires, une étude menée par Hayne et Vance aux États-Unis souligne qu'aucun des participants⁸² à l'étude n'a rapporté avoir vécu une situation où un conflit d'intérêts a affecté la qualité de la recommandation formulée par une agence conseil⁸³.

La question de la gestion des conflits d'intérêts semble poser actuellement peu de problèmes pour les investisseurs institutionnels faisant appel aux services des agences, aucun recours n'a d'ailleurs été entrepris sur cette base et des préoccupations en lien avec les conflits d'intérêts des agences sont rarement exprimées par les investisseurs institutionnels. Or, tel que le professeur Rousseau le souligne, si le processus contractuel fonctionne bien, la règle de droit est appelée à jouer un rôle limité pour maximiser la valeur

⁷⁹ Instruction générale 25-201, préc., note 4.

⁸⁰ En outre, comme tout autre mandataire, les agences conseil ont une obligation de loyauté et de bonne foi. Dans ce contexte, pour s'acquitter de son devoir de loyauté, l'agence conseil doit émettre des recommandations qui correspondent au meilleur intérêt de son client et ne doit pas subordonner l'intérêt du client au sien : art. 2138 C.c.Q. ; M. CAPPUCCI, préc., note 2, p. 21 ; K. JOHNSON, C. WILLIAMS et R. AGUILERA, préc., note 68, 1356.

⁸¹ T. C. BELINFANTI, préc., note 34, p. 24.

⁸² Hayne et Vance ont consulté des administrateurs, des cadres en ressources humaines et des consultants en rémunération afin de déterminer comment ils perçoivent le rôle et l'influence des agences conseil : C. HAYNE et M. D. VANCE, préc., note 54.

⁸³ *Id.*, p. 27.

pour l'ensemble des parties en présence. Ce n'est que lorsque le processus d'échange s'enraye, que la donne change et qu'il faut réfléchir aux moyens qu'il est possible de mettre en œuvre pour pallier les problèmes⁸⁴. Il semble que ce moment ne soit pas encore venu.

B. L'influence des agences conseil sur la gouvernance des sociétés

Au Canada, les ACVM ont fait le choix d'énoncer des pratiques de gouvernance exemplaires d'application volontaire dans le Règlement 58-101⁸⁵. Rejetant l'idée d'implanter un ensemble de règles contraignantes⁸⁶ en ce qui concerne les bonnes pratiques de gouvernance⁸⁷, le Règlement 58-101 confirme la volonté canadienne de ne pas imposer un modèle unique pour l'ensemble des émetteurs assujettis en matière de gouvernance. Ce choix d'un encadrement souple s'explique puisque les sociétés canadiennes possèdent des tailles variables, des structures actionnariales diversifiées et évoluent dans un environnement complexe. Cette approche n'a rien d'étonnant puisqu'il n'existe pas de consensus sur les pratiques devant être adoptées

⁸⁴ E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 22, p. 493. Pourtant, le *Capital Markets Modernization Taskforce* ontarien propose de modifier les règles applicables aux agences : « Implementing a framework to address conflicts of interest by restricting the ability of PAFs to provide consulting services to issuers in respect of which they also provide voting recommendations to their clients. » (CAPITAL MARKETS MODERNIZATION TASKFORCE, *Final Report*, janvier 2021, p. 71, en ligne : <<https://files.ontario.ca/books/mof-capital-markets-modernization-taskforce-final-report-en-2021-01-22-v2.pdf>> (consulté le 29 janvier 2022)).

⁸⁵ *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance*, (2005) 137 G.O. II 2871, en ligne : <<https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilières/58-101/2015-11-17/2015nov17-58-101-vofficielle-fr.pdf>> (consulté le 29 janvier 2022) (ci-après « Règlement 58-101 »).

⁸⁶ B. C. TINGLE, préc., note 6, 739.

⁸⁷ Sauf, bien entendu, les articles du *Règlement 52-110 sur le comité d'audit*, RLRQ, c. V-1.1, r. 28, en ligne : <<https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilières/52-110/2015-11-17/2015nov17-52-110-vofficielle-fr.pdf>> (consulté le 29 janvier 2022) et du *Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs*, RLRQ, c. V-1.1, r. 27, en ligne : <<https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilières/52-109/2015-11-17/2015nov17-52-109-vofficielle-fr.pdf>> (consulté le 29 janvier 2022).

pour réduire l'occurrence de certains types de comportements opportunistes⁸⁸.

Si cette approche n'a rien d'étonnant, elle entre toutefois en contradiction avec celle des agences conseil qui possèdent souvent des positions spécifiques qui peuvent sembler très prescriptives. En effet, afin de répondre aux besoins de leurs clients dans de courts délais, les agences publient annuellement des directives énumérant les pratiques qu'ils préconisent en matière de gouvernance. S'appuyant sur des données accessibles au public, les agences produisent ensuite des rapports et des recommandations de « référence » et vendent chaque rapport à des centaines de clients investisseurs, bien qu'il soit possible pour un investisseur d'acheter des rapports personnalisés avec des recommandations de vote adaptées à leurs visions et leurs politiques⁸⁹.

Cette façon de faire que privilégient les agences est toutefois perçue d'un mauvais œil dans la littérature puisque l'on considère qu'elle encourage les conseils d'administration à effectuer mécaniquement ce que les agences recommandent plutôt que de mettre en place des mesures répondant réellement aux besoins de la société⁹⁰. En effet, certains considèrent que l'utilisation de paramètres de gouvernance « standardisés »⁹¹ ne permet pas d'évaluer correctement le contexte spécifique des sociétés et de prendre en considération les particularités juridiques ou commerciales locales⁹². Notamment, les auteurs mentionnent que ces standards ne prennent pas en considération des critères comme la taille de la société, ses objectifs à court ou long terme, ou ses objectifs particuliers, ce qui conduit artificiellement à l'uniformisation des pratiques et des structures de gouvernance en limitant la flexibilité requise pour maximiser la valeur à long

⁸⁸ Asaf ECKSTEIN, « Skin in the Game for Credit Rating Agencies and Proxy Advisors: Reality Meets Theory », (2017) 7 *Harv. Bus. L. Rev.*, p. 42, en ligne : <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2756033> (consulté le 29 janvier 2022).

⁸⁹ C. HAYNE et M. D. VANCE, préc., note 54, p. 6.

⁹⁰ *Id.*

⁹¹ En effet, plusieurs considèrent que les outils analytiques utilisés par les agences conseil s'appuient principalement sur des paramètres et des normes de gouvernance rigides et uniformes, qui ne tiennent pas compte de variables telles que l'endroit où est située la société ou le cadre juridique applicable à la société ou sa conjoncture économique : G. BALP, préc., note 30, p. 5.

⁹² *Id.*, p. 7.

terme des sociétés⁹³. En outre, selon certains, l'utilisation de standards en matière de gouvernance contribue à définir ce qui devient des normes de gouvernance⁹⁴, ce qui limite la capacité des conseils d'administration de prendre des décisions qui sont dans le meilleur intérêt des sociétés⁹⁵.

Or, malgré les critiques, l'approche des agences conseil s'explique puisqu'elles doivent effectuer des recherches, analyser l'information et faire des recommandations en vue de la préparation des assemblées de milliers de sociétés chaque année. Dans ce contexte, le modèle d'affaires des agences doit s'appuyer sur une certaine normalisation du processus afin de réaliser des économies d'échelle tout en répondant aux besoins de leurs différents clients⁹⁶.

Cela étant, il demeure que les agences conseil, par leur influence directe et indirecte, façonnent les débats sur les questions de gouvernance et les mérites de transactions d'affaires. Les agences peuvent effectivement avoir une influence directe sur les pratiques de gouvernance notamment en accordant des notes (*ratings*) qui sont utilisées par certains investisseurs institutionnels comme indicateurs de la qualité de la gouvernance d'une société, ou encore, en fixant et en promouvant des standards ou en adoptant et en rendant disponible des politiques de référence des meilleures pratiques en matière de gouvernance⁹⁷.

De même, par leurs directives, recommandations et autres déclarations publiques, les agences attirent l'attention des médias – particulièrement

⁹³ *Id.*, p. 8: «Routine standardised and automated analysis potentially also finds an explanation in organisational deficiencies of proxy advisory firms, especially when hiring insufficiently qualified personnel, as is the case at least with temporary analysts employed to tackle seasonal business peaks necessitated by the concentration of shareholders' meetings in a narrow period of time at a world-wide level, entrusted with issues characterised by high-complexity such as compensation plans or extraordinary transactions.»

⁹⁴ A. F. TUCH, préc., note 8, 1466.

⁹⁵ C'est notamment le cas si les conseils d'administration adoptent certaines des pratiques standards des agences non pas parce qu'ils les croient supérieures, mais parce qu'ils souhaitent éviter un vote négatif des investisseurs suivant les recommandations des agences et conserver ou accroître leur légitimité: Paul ROSE, «The Corporate Governance Industry», (2007) 32 *J. Corp. L.* 887, 890.

⁹⁶ C. HAYNE et M. D. VANCE, préc., note 54, p. 6.

⁹⁷ *Id.*

ment lors de votes controversés⁹⁸. Le simple fait que leurs recommandations soient si largement connues et diffusées leur accorde un pouvoir indirect important qui est également susceptible d'influencer les conseils d'administration⁹⁹. Dans ce contexte, des auteurs reprochent aux agences conseil d'être devenues, à certains égards, des organismes de réglementation auto-proclamés¹⁰⁰, capables de faire des demandes aux sociétés ouvertes, sans toutefois détenir une réelle autorité statutaire ni devoir rendre compte de leurs gestes¹⁰¹. Or, qu'en est-il?

Plusieurs considèrent qu'il est difficile de déterminer quels sont les effets concrets des recommandations ou des directives des agences conseil puisqu'il n'existe pas d'étude établissant leur valeur. Or, sans preuve complète, il est difficile de savoir si les recommandations et les directives des agences sont compatibles avec l'objectif de maximisation de la valeur à long terme de la société. En effet, actuellement, ni ISS ni Glass Lewis ne divulgue d'information au sujet de l'incidence à long terme de ses recommandations (ou de ses directives) sur les performances des sociétés, sur leurs résultats d'exploitation ou leur rendement boursier¹⁰².

En outre, l'importance et le rôle du vote par procuration ont évolué dans les dernières décennies pour devenir, ce que beaucoup considèrent, un aspect important de la bonne gouvernance d'entreprise. Tel que nous l'avons mentionné précédemment, les investisseurs institutionnels, qu'ils soient activistes ou non, influencent davantage les politiques des sociétés en matière de gouvernance de par l'exercice de leurs droits de vote¹⁰³. Toutefois, contrairement aux administrateurs qui doivent exercer leur droit de vote afin de servir l'intérêt général de la société¹⁰⁴, les actionnaires peuvent exercer leur droit de vote dans leur seul intérêt sans égard à l'intérêt de la

⁹⁸ A. F. TUCH, préc., note 8, 1464.

⁹⁹ M. CAPPUCCI, préc., note 2, p. 16-17.

¹⁰⁰ A. ECKSTEIN et S. HANNES, préc., note 39, 789.

¹⁰¹ I. BRANNON et J. WHITLEY, préc., note 50, 19; A. ECKSTEIN et S. HANNES, *id.*, 790; G. BALP, préc., note 30, p. 8.

¹⁰² J. COPLAND, D. F. LARCKER et B. TAYAN, préc., note 41, p. 3.

¹⁰³ Reena AGGARWAL, Isil EREL et Laura T. STARKS, « Influence of Public Opinion on Investor Voting and Proxy Advisors », (2015) *Fisher College of Business Working Paper No. WP 2014-03-12*, p. 2, en ligne : <<https://ssrn.com/abstract=2447012>> (consulté le 30 janvier 2022).

¹⁰⁴ *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C. (1985), c. C-44, art. 122(1) et *Loi sur les sociétés par actions*, RLRQ, c. S-31.1, art. 119, al. 2.

société et sans avoir à expliquer la justesse des motifs qui sous-tendent leurs décisions. Effectivement, sous réserve des dispositions contenues dans les règlements de la société ou dans une convention unanime d'actionnaires, il n'est pas interdit à un actionnaire d'exercer son droit de vote pour appuyer une résolution qui favorise ses propres intérêts, mais qui est, à certains égards, dommageable pour l'intérêt général de la société dans son ensemble¹⁰⁵.

Comme les investisseurs institutionnels sont en quelque sorte « les patrons » des agences conseil, il est vraisemblable que les recommandations de ces dernières ainsi que leurs politiques générales reflètent de manière générale les préférences largement partagées par leurs clients en matière de gouvernance ou, du moins, les préférences des investisseurs institutionnels les plus importants¹⁰⁶. De ce fait, nous pouvons croire que les politiques des agences conseil tiennent compte des caractéristiques spécifiques de chaque marché¹⁰⁷ pour répondre aux préférences des investisseurs institutionnels faisant appel à leurs services. De même, des études suggèrent que pour déterminer quelles sont les meilleures pratiques en matière de gouvernance pour un territoire donné, les agences prennent en considération les normes de gouvernance locales et les tendances du marché¹⁰⁸.

¹⁰⁵ Julie BIRON, « Pouvoirs des actionnaires », dans JurisClasseur Québec, coll. « Droit des affaires », *Droit des sociétés*, fasc. 12, Montréal, LexisNexis Canada, feuilles mobiles (mise à jour), par. 7.

¹⁰⁶ L. ENRIQUES et A. ROMANO, préc., note 15, 237.

¹⁰⁷ Faisant écho à cette préoccupation, l'Instruction générale 25-201 indique que les agences peuvent, lors de l'élaboration de leurs lignes directrices, consulter leurs clients régulièrement ainsi que différents participants au marché afin de prendre en considération leurs points de vue et préférences en ce qui a trait aux questions de gouvernance. Par ailleurs, les agences devraient prendre en considération la conjoncture des marchés et l'environnement réglementaire local ainsi que les caractéristiques des sociétés, dont notamment leur taille, leur secteur d'activité et leur structure de gouvernance : Instruction générale 25-201, préc., note 4, art. 2.3(2)(b) et (c). De fait, les lignes directrices sont générées par l'ISS sur la base d'une enquête annuelle menée auprès des investisseurs institutionnels au sujet de la gouvernance. Cette démarche est accompagnée de tables rondes afin de recueillir les commentaires des acteurs du marché. De ce fait, on peut croire que ces lignes directrices reflètent une vision commune de ce que constitue les règles de bonne gouvernance – enfin, une vision communément admise et assumée par les universitaires, les régulateurs et les activistes actionnariaux, mais qui n'est pas nécessairement soutenue par la recherche empirique : B. C. TINGLE, préc., note 6, 723.

¹⁰⁸ D. F. LARKER, A. L. MCCALL et B. TAYNAN, préc., note 29, p. 2.

Notamment, une étude récente menée par Vanda Heinen et Mario Scharfbilig sur les effets des agences conseil en Allemagne indique que les investisseurs institutionnels locaux – vraisemblablement familiers avec les facteurs du marché local – n’ignorent pas les recommandations des conseillers en vote étrangers. Au lieu de cela, ils intègrent ces recommandations dans leurs décisions de vote de la même façon que les investisseurs institutionnels étrangers. Par conséquent, il est selon ces auteurs possible de conclure que les agences conseil étrangères respectent les préférences en ce qui a trait aux meilleures pratiques des investisseurs institutionnels étrangers et locaux. Cette étude soutient par ailleurs que les agences conseil étrangères n’imposent pas leurs points de vue sur la gouvernance sans tenir compte de la réalité locale et qu’elles respectent plutôt les meilleures pratiques internationales partagées par les investisseurs institutionnels étrangers et locaux¹⁰⁹. Cette conclusion est d’ailleurs cohérente avec des études antérieures¹¹⁰.

De même, une étude menée par Reena Aggarwal, Isil Erel et Laura Starks laisse entendre que les investisseurs institutionnels et les agences conseil prêtent attention aux changements d’opinion des bénéficiaires des fonds ainsi qu’à l’opinion des actionnaires en général. Cette prise en considération de l’opinion publique se reflète dans les recommandations qui sont formulées et ultimement dans la façon dont les votes sont exercés. Il est ainsi possible de croire que les agences conseil canalisent l’opinion publique et que leur influence en matière de gouvernance n’est que le reflet des changements sociaux¹¹¹.

Par ailleurs, si l’on considère que la majorité des voix exprimées représentent la volonté des actionnaires, et comme les actionnaires sont libres d’exercer leur droit de vote autrement que dans l’intérêt de la société, il semble que le fait qu’une pratique ne soit pas la meilleure ne pose pas par ailleurs juridiquement problème. En outre, malgré les critiques formulées par la direction des sociétés qui font l’objet des recommandations, il demeure que ces dernières sont informatives et bénéfiques pour les investisseurs institutionnels, et cela, même si elles ne tiennent pas nécessairement compte

¹⁰⁹ V. HEINEN, C. KOCH et M. SCHARFBILLIG, préc., note 33, p. 23.

¹¹⁰ *Id.*, p. 6.

¹¹¹ Le débat sur l’opportunité de soumettre les sociétés aux pressions découlant de préférences exprimées par l’opinion publique est un autre débat : R. AGGARWAL, I. EREL et L. T. STARKS, préc., note 103.

des spécificités particulières des sociétés et qu'elles s'appuient sur les préférences du marché. En effet, une étude menée par Christie Hayn et Marshall Vance souligne que les agences offrant des conseils relatifs à l'exercice des droits de vote ont une influence à la fois positive et négative. Toutefois, ils considèrent qu'elles contribuent généralement à aligner les pratiques des sociétés en matière de gouvernance (plus spécifiquement en matière de rémunération) avec les intérêts des actionnaires¹¹².

Cela étant, le fait que les agences formulent des politiques afin de signaler le sens des recommandations pendant une année donnée ne fait pas disparaître les obligations fiduciaires du conseil d'administration. Les conseils ne devraient pas se sentir obligés d'agir lorsqu'ils estiment qu'une telle action n'est pas dans le meilleur intérêt de la société même si une agence conseil croit le contraire¹¹³.

De ce fait, il semble légitime de se demander si la réforme états-unienne adoptée en 2020 et les changements envisagés par le *Capital Markets Modernization Taskforce* ontarien ne mettent pas tout simplement en lumière l'éternelle frustration des directions de grandes sociétés face à l'influence grandissante des actionnaires¹¹⁴.

C. L'influence réelle des agences sur le résultat du vote lors des assemblées d'actionnaires

Considérant que les investisseurs institutionnels exercent plus fréquemment leurs droits de vote et qu'ils ont généralement recours pour ce faire aux services des agences conseil, nous pouvons aisément en arriver à la conclusion que l'influence des agences est également plus importante. En effet, si l'on considère que les investisseurs institutionnels contrôlent environ 70 % des actions en circulation¹¹⁵ et qu'ensemble, ISS et Glass Lewis

¹¹² C. HAYNE et M. D. VANCE, préc., note 54, p. 5.

¹¹³ D. F. LARKER, A. L. MCCALL et B. TAYNAN, préc., note 29, p. 3.

¹¹⁴ Le rapport final du *Capital Markets Modernization Taskforce* semble d'ailleurs sous-entendre cette idée : « However, these accountability mechanisms should not unduly inhibit risk-taking or undermine a board of directors' role to manage the corporation in the interests of all its shareholders. The Taskforce notes the current imbalance between activist shareholders and the boards of issuers in large part due to the current proxy and shareholder voting system. » (CAPITAL MARKETS MODERNIZATION TASKFORCE, préc., note 84, p. 70).

¹¹⁵ B. C. TINGLE, préc., note 6, 737 ; S. D. CHOWDHURY et E. Z. WANG, préc., note 17.

contrôlent environ 97 % du marché des services de conseil en vote, il est effectivement possible d'en déduire que les agences conseil possèdent une influence sur les pratiques de gouvernance des sociétés¹¹⁶.

Or, malgré cette perception, les études empiriques sont partagées quant à l'influence réelle qu'ont les agences conseil sur le résultat des votes¹¹⁷. Les chercheurs parviennent effectivement à des conclusions variables sur l'étendue réelle de l'influence que les agences exercent sur les décisions prises par les investisseurs institutionnels¹¹⁸. Selon Copland, Larker et Tayan, cela s'explique par l'impossibilité de savoir comment les investisseurs institutionnels auraient voté en l'absence d'une recommandation, ou en présence d'une recommandation différente¹¹⁹. Tel que le souligne Dent, les chiffres très divergents reflètent la difficulté de distinguer la corrélation statistique de la causalité¹²⁰.

À l'évidence, les agences conseil ne sont pas les seules à s'exprimer publiquement au sujet des questions de gouvernance sur lesquelles les investisseurs institutionnels sont amenés à se prononcer. Notamment, certaines organisations d'actionnaires, tel que la *Canadian Coalition for Good Governance* (ci-après « CCGG »), offrent des conseils sur le vote par procuration. De même, les propositions d'actionnaires sont généralement accompagnées par une déclaration justificative expliquant leur pertinence et la direction des sociétés diffuse leurs propres avis dans la circulaire de sollicitation de procurations¹²¹. Certains investisseurs institutionnels peuvent par ailleurs employer plus d'une agence et les investisseurs institutionnels de grande taille sont plus susceptibles de s'appuyer sur leurs analyses internes, et cela, même s'ils consultent également une agence conseil.

Par ailleurs, les investisseurs institutionnels choisissent habituellement une agence conseil dont ils partagent la philosophie¹²². En effet, avant d'arrêter leur choix sur une agence conseil, les investisseurs institutionnels prennent généralement en considération ses politiques ou les recommandations

¹¹⁶ M. CAPPUCCI, préc., note 2, p. 16-17.

¹¹⁷ S. CHOI, J. E. FISCH et M. KAHAN, préc., note 21, 878 ; Y. ALLAIRE, préc., note 32, p. 15 ; A. F. TUCH, préc., note 8, 1465 ; B. C. TINGLE, préc., note 6, 715.

¹¹⁸ A. F. TUCH, *id.*, 1465.

¹¹⁹ J. COPLAND, D. F. LARCKER et B. TAYAN, préc., note 41, p. 3 ; *id.*, 1465.

¹²⁰ G. W. DENT, préc., note 35, 1292-1293.

¹²¹ *Id.*

¹²² *Id.*

formulées par le passé et retiennent les services d'une agence dont ils partagent la vision¹²³. Par conséquent, le fait que les investisseurs institutionnels suivent leurs recommandations semble compréhensible¹²⁴. Tel que le soulignent Choi, Fish et Kahan :

[...] the proxy advisor exercises a degree of power, but this power is contingent in two respects. First, the power derives from an *ex ante* assessment by the advisor's client that it is in general agreement with the way the proxy advisor makes the recommendations. Second, to the extent that the client ceases to be in agreement—because the client's view (or its business objective) has changed, because the advisor's methodology has changed, or because the client believes that there is a different advisor whose recommendations coincide with the client's views more closely—the client may switch to another proxy advisor.¹²⁵

De plus, des études ont démontré qu'il existe une corrélation importante entre les recommandations formulées par les agences, les études universitaires portant sur les « bonnes » pratiques de gouvernance, ce qui est mis de l'avant par les décideurs politiques et les idées diffusées par les médias¹²⁶. Vue sous cet angle, l'influence des agences offrant des conseils en lien avec l'exercice du vote par procuration peut être considérée comme représentant tout simplement une vision contemporaine des préférences en matière de gouvernance¹²⁷.

Une étude menée par les professeurs Choi, Fish et Kahan va en ce sens en indiquant que l'influence d'ISS est exagérée puisque selon eux les agences agissent principalement comme des intermédiaires en regroupant les informations que les investisseurs jugent importantes. Toutefois, elles ne constituent pas des centres décisionnels indépendants¹²⁸. Les politiques des deux agences les plus importantes semblent d'ailleurs confirmer cette idée puisqu'elles indiquent qu'elles tiennent compte des points de vue des investisseurs institutionnels. Ce n'est guère surprenant puisque les agences n'ont

¹²³ S. CHOI, J. E. FISCH et M. KAHAN, préc., note 21, 879.

¹²⁴ *Id.*

¹²⁵ *Id.*

¹²⁶ R. AGGARWAL, I. EREL et L. T. STARKS, préc., note 103, p. 21 ; S. CHOI, J. E. FISCH et M. KAHAN, préc., note 20, 881-884.

¹²⁷ G. W. DENT, préc., note 35, 1292-1293.

¹²⁸ C'est-à-dire que les agences tiennent compte de la bonne gouvernance, de l'attention des administrateurs et de la performance économique de la société lorsqu'elles formulent leurs recommandations : S. CHOI, J. E. FISCH et M. KAHAN, préc., note 44, 696.

aucune raison de poursuivre des objectifs indépendants et toutes les raisons de plaire à leurs clients¹²⁹.

Ainsi, lorsque les agences sont d'accord avec les autres voix exprimées, quelles qu'elles soient, il est impossible de dire que leurs recommandations sont la raison expliquant le résultat du scrutin¹³⁰ puisqu'il existe plusieurs vecteurs poussant dans la même direction¹³¹. En outre, dans la mesure où les mêmes facteurs affectent à la fois les choix des investisseurs institutionnels et la recommandation des agences, il y aura corrélation entre les votes et les recommandations, et les recommandations formulées ne seront pas nécessairement la cause de la façon dont les actionnaires auront exercé les droits de vote rattachés aux actions détenues dans leurs portefeuilles¹³².

Cela étant, même si l'étendue de l'influence des agences conseil fait l'objet d'un débat académique¹³³, plusieurs font malgré tout état de préoccupations quant à l'impact que les agences peuvent avoir sur l'exercice du droit de vote des actionnaires et ultimement sur les sociétés ouvertes. Notamment, il est craint que les investisseurs institutionnels ne surveillent pas activement la qualité des recommandations formulées par les agences ou qu'il existe une dépendance excessive à l'égard de ces dernières ce qui est susceptible d'affecter les intérêts de leurs bénéficiaires¹³⁴. Dans un contexte où les agences n'assument aucune responsabilité pour leurs recommandations, cela soulève certainement des questions importantes¹³⁵. Ces interrogations semblent d'autant plus légitimes considérant les allégations selon lesquelles les conseils sont souvent formulés par des analystes en sous-effectif et sous-qualifiés¹³⁶.

En effet, ces craintes, si elles sont fondées, sont préoccupantes considérant que les recommandations des agences ont des effets sur l'ensemble des actionnaires. Heureusement, il semble que les recommandations des agences conseil ne sont pas suivies aveuglément par les investisseurs institutionnels. Elles constituent plutôt des agents d'information ou des guides

¹²⁹ G. W. DENT, préc., note 35, 1302.

¹³⁰ *Id.*, 1292-1293.

¹³¹ *Id.*

¹³² S. CHOI, J. E. FISCH et M. KAHAN, préc., note 21, 881-884, 899.

¹³³ Voir notamment S. CHOI, J. E. FISCH et M. KAHAN, *id.*

¹³⁴ G. BALP, préc., note 30, p. 4.

¹³⁵ S. CHOI, J. E. FISCH et M. KAHAN, préc., note 45, 650.

¹³⁶ I. BRANNON et J. WHITLEY, préc., note 50, 20.

qui permettent aux investisseurs institutionnels d'identifier les décisions de vote qui correspondent à leurs préférences existantes¹³⁷. Une étude suggère d'ailleurs que l'influence des conseillers en vote a diminué dans les dernières années. Par exemple, en 2012, ISS et Glass Lewis ont recommandé de voter contre environ 14 % des résolutions de *say-on-pay*, mais seulement 2,7 % des votes de *say-on-pay* ont échoué. En outre, comme ces votes ne sont pas prescriptifs, si un conseil aime son plan de rémunération malgré un vote négatif des actionnaires, il peut toujours le mettre en œuvre en justifiant sa décision¹³⁸.

Au demeurant, les grands et petits investisseurs institutionnels ont indiqué qu'ils ont tendance à effectuer une analyse interne plus approfondie des recommandations des agences conseil et à voter selon leurs convictions lorsque les questions soumises sont plus controversées ou qu'elles possèdent une importance économique évidente, par exemple dans les cas de fusions et d'acquisitions ou en ce qui concerne la rémunération des dirigeants. De ce fait, plusieurs soulignent que la dépendance aux agences conseil est plus importante pour les petites institutions et pour des questions relativement courantes et incontestées¹³⁹. Allant dans ce sens, une étude menée par Reena Aggarwal, Isil Erel et Laura Starks suggère que lors du vote, les investisseurs agissent de plus en plus sans tenir compte de l'avis exprimé par la direction de la société ou des recommandations formulées par les agences conseil¹⁴⁰.

En somme, le fait que les agences conseil possèdent une certaine influence sur le résultat du vote n'est pas en soi nécessairement problématique. Après tout, si leur influence conduit à de meilleurs résultats en matière de gouvernance grâce à des analyses plus rigoureuses de l'information, le système dans son ensemble en profite. Mais est-ce le cas ?

D. Le manque de transparence et les risques d'erreur

L'exercice du droit de vote, comme outil de surveillance et de contrôle, entraîne différentes obligations de divulgation qui permettent aux actionnaires d'exercer ce droit de manière éclairée. Notamment, la législation

¹³⁷ S. CHOI, J. E. FISCH et M. KAHAN, préc., note 21, 905-906.

¹³⁸ G. W. DENT, préc., note 35, 1292-1293.

¹³⁹ *Id.*, 1303.

¹⁴⁰ R. AGGARWAL, I. EREL et L. T. STARKS, préc., note 103, p. 21.

provinciale en matière de valeurs mobilières prévoit que la direction des sociétés doit joindre au formulaire de procuration une circulaire d'information divulguant toute l'information pertinente permettant aux actionnaires de se préparer en vue de l'assemblée¹⁴¹. Pour près de 80 % des sociétés inscrites à la cote de la TSX, il y a moins de 50 jours entre la date où les actionnaires reçoivent cette circulaire d'information et la date où ils doivent exercer leurs droits de votes par procuration¹⁴². En effet, comme la plupart des sociétés tiennent leurs assemblées annuelles au printemps, cela signifie que les agences conseil n'ont que quelques semaines pour traiter et analyser l'information communiquée¹⁴³, ce qui pose un problème évident : comment les agences peuvent-elles analyser toute cette information et donner des recommandations éclairées aux investisseurs institutionnels qui font appel à leurs services ?

Afin de maintenir leur rentabilité, tout en fournissant des recommandations pour des milliers d'assemblées d'actionnaires¹⁴⁴, les agences conseil utilisent des grilles standardisées d'évaluation et rationalisent leurs processus d'analyse afin de réduire les coûts et respecter des délais serrés. En outre, elles embauchent généralement de nouveaux employés temporaires, sous-traitent l'analyse ou ont recours à un mélange des deux¹⁴⁵, ce qui peut créer un problème de compétence¹⁴⁶, faire douter de la qualité des recommandations formulées et entraîner des erreurs¹⁴⁷.

¹⁴¹ *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, RLRQ, c. V-1.1, r. 24, art. 9.1, en ligne : <<https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilières/51-102/2020-11-18/2020nov18-51-102-vofficielle-fr.pdf>> (consulté le 30 janvier 2022).

¹⁴² Y. ALLAIRE, préc., note 32, p. 21.

¹⁴³ M. CAPPUCCI, préc., note 2, p. 19.

¹⁴⁴ Par exemple, le professeur Tingle rapporte que : « According to ISS, it annually provides advice in relation to more than 40,000 meetings in over 100 countries. It does this with a research staff of fewer than 200 persons. Glass Lewis handles the meetings of more than 23,000 companies with more than 360 employees, approximately half of whom are involved in generating the necessary research. Since well over half of the shareholder meetings covered by these firms occur between April and June, both firms are forced to hire temporary workers to manage the volume. ISS advises it more than doubles its staff with temporary employees during proxy season. » (B. C. TINGLE, préc., note 6, 763).

¹⁴⁵ *Id.*, 763.

¹⁴⁶ Y. ALLAIRE, préc., note 32, p. 21.

¹⁴⁷ C. HAYNE et M. D. VANCE, préc., note 54, p. 10.

Dans ces circonstances, la direction des sociétés reproche aux agences de manquer de transparence en ce qui a trait à la méthodologie utilisée¹⁴⁸ et au processus qui leur permet de formuler les recommandations soumises aux investisseurs institutionnels¹⁴⁹. Spécifiquement, les sociétés reprochent aux agences conseil de ne pas publiciser leurs rapports¹⁵⁰ et de ne pas permettre aux sociétés de les examiner afin de comprendre les fondements des recommandations préalablement à la transmission de celles-ci aux investisseurs institutionnels. L'argument va ainsi : cette démarche permettrait aux sociétés visées de corriger, le cas échéant, les informations inexactes, de juger de la qualité des informations sur lesquelles les recommandations s'appuient, de critiquer l'analyse qui sous-tend ces recommandations, ou d'évaluer leurs mérites.

En somme, les sociétés et leur direction craignent que d'éventuelles inexactitudes puissent conduire à une prise de décision mal informée si les investisseurs institutionnels s'appuient sur des rapports dont les fondements sont erronés. Certes, la présence des agences conseil ne conduit à un exercice plus informé du vote par les investisseurs institutionnels seulement si la précision et la qualité des recommandations formulées est suffisamment élevée¹⁵¹. Or, qu'en est-il ?

Une étude menée par Malenko et Malenko révèle que les agences conseil ont un double effet sur l'attitude des investisseurs institutionnels relativement à l'exercice de leurs droits de vote et sur la valeur de la société. L'effet positif est que la présence des agences conseil améliore les décisions relatives à l'exercice du droit de vote des actionnaires qui voteraient autrement sans obtenir et analyser toute l'information pertinente, voteraient en conformité avec les recommandations de la direction, ou exerceraient leurs droits de vote en se laissant guider par le hasard¹⁵². De même, lorsque les incitatifs *ex ante* à acquérir des informations privées sont faibles, comme, par

¹⁴⁸ G. BALP, préc., note 30, p. 7.

¹⁴⁹ A. ECKSTEIN et S. HANNES, préc., note 39, 799. Selon Dent, si les agences sont transparentes au sujet du développement des politiques, l'application et la mise en œuvre de ces dernières demeurent un processus flou : G. W. DENT, préc., note 35, 1311.

¹⁵⁰ Cette situation s'explique puisque les recommandations et le rapport qui les accompagne sont le produit de l'entente économique liant les agences conseil et leurs clients. En ce sens, il est compréhensible que le rapport ne soit fourni qu'à ces derniers, même s'ils peuvent divulguer ceux-ci pour des raisons stratégiques.

¹⁵¹ A. MALENKO et N. MALENKO, préc., note 47, p. 4.

¹⁵² *Id.*, p. 37.

exemple, lorsque les investisseurs institutionnels détiennent un faible pourcentage des actions en circulation, la présence d'une agence conseil peut être bénéfique tant que le signal privé de l'agence est suffisamment informatif¹⁵³.

Toutefois, toujours selon ces auteurs, l'effet des agences est plutôt négatif dans l'éventualité où elles dissuadent de nombreux actionnaires d'effectuer une analyse indépendante de l'information (par exemple, dans le cas des actionnaires ayant des participations relativement importantes dans une société et qui en l'absence des agences feraient sans doute une analyse interne). Dans ce dernier cas, la présence des agences, en réduisant les incitatifs à effectuer une analyse indépendante, induit une conformité excessive dans le vote des actionnaires, ce qui les conduit à commettre des erreurs parfaitement corrélées et réduit la qualité du résultat du vote¹⁵⁴.

Cela dit, bien que la gestion d'un grand nombre d'informations dans des délais aussi courts ait indubitablement conduit à des inexactitudes dans l'analyse et les recommandations formulées par les agences conseil, des données fiables sur l'étendue ou la fréquence du problème sont difficiles à obtenir et il est difficile de connaître l'effet de ces erreurs sur la nature des recommandations formulées¹⁵⁵.

Toutefois, il semble probable que les agences seraient soumises à l'effet disciplinaire des marchés dans l'éventualité d'erreurs répétées ou coûteuses causées par un sous-investissement dans la recherche et l'analyse puisque les investisseurs institutionnels verraient la valeur de leurs portefeuilles compromise. Or, ce n'est pas le cas. La place prédominante qu'occupent ISS et Glass Lewis suggère en effet que leur approche générale des questions de gouvernance répond aux besoins des investisseurs institutionnels, que les services offerts sont de bonne qualité et qu'il n'existe actuellement pas d'insatisfaction ouvrant la porte à la concurrence. En outre, tel que Dent le souligne, on peut se demander qui est réellement lésé par la prétendue absence de transparence dans la mise en œuvre et l'application des politiques développées par les agences. En effet, les clients des agences conseil ne se plaignent

¹⁵³ P. CALLUZO et E. DUDLEY, préc., note 22.

¹⁵⁴ Selon Malenko et Malenko, l'effet dominant dépend de la structure de l'actionnariat des sociétés visées : l'effet positif est plus susceptible de dominer si la propriété est dispersée : A. MALENKO et N. MALENKO, préc., note 47, p. 37 ; P. CALLUZO et E. DUDLEY, *id.*

¹⁵⁵ M. CAPPUCCI, préc., note 2, p. 19-20.

pas de ce problème et ne cessent pas d'utiliser ces services qui ne sont pourtant pas obligatoires¹⁵⁶.

Par ailleurs, malgré les critiques, les preuves empiriques de l'effet négatif découlant de possibles erreurs contenues dans l'analyse ou les recommandations des agences conseil sont rares, tel que le soulignent Calluzo et Dudley¹⁵⁷, même si personne ne nie que les agences conseil font parfois des erreurs¹⁵⁸. Les erreurs sont inévitables dans tout processus impliquant une analyse menée par des personnes physiques. Toutefois, la perfection n'est pas, ni n'a jamais été, la norme de diligence applicable aux contrats visant à fournir des services d'analyse et de conseil¹⁵⁹. Tel que Dent le rappelle :

Information is never complete. Under the principle of bounded rationality, decision makers must first decide how much information to gather before making a substantive decision. In business, this is a matter of business judgment with which courts rarely interfere. Corporate executives would be outraged if the SEC tried to dictate required levels of investigation in other areas. Similarly, the SEC should not dictate standards of investigation for proxy advisors. The market—that is, the proxy advisors' clients—will dictate the proper level of research.¹⁶⁰

Au Canada, afin de promouvoir la transparence du processus de formulation des recommandations de vote, l'Instruction générale 25-201 pré-

¹⁵⁶ En effet, il ne faut pas oublier que les services offerts par les agences conseil sont payés par les investisseurs institutionnels (clients) sur une base contractuelle qui lie juridiquement l'agence conseil (prestataire de services) envers son client, en ce qui concerne la qualité des services rendus. Ces services ne devraient pas être considérés comme des biens publics.

¹⁵⁷ P. CALLUZO et E. DUDLEY, préc., note 22 ; au même effet : G. W. DENT, préc., note 35, 1315. Voir également Cappucci qui souligne que les taux d'erreur rapportés dans la proposition d'amendement publiée en 2019 par la SEC n'indique pas qu'il existe un réel problème : « Acknowledging the general lack of quality data on proxy advisors' errors, the SEC included in its release to the Proposed Amendments information on the number of times companies cited proxy voting advice when filing amendments to their definitive proxies. Of the 5,690, 5,744, and 5,862 registrants that filed definitive proxies in 2016, 2017 and 2018, respectively, 99 (1.7%), 77 (1.3%), and 84 (1.4%) referenced errors, disputes or other discrepancies with other proxy voting materials. » (M. CAPPUCCI, préc., note 2, p. 20).

¹⁵⁸ M. CAPPUCCI, *id.*, p. 30.

¹⁵⁹ *Id.*

¹⁶⁰ G. W. DENT, préc., note 35, 1314.

voit que les agences doivent formuler leurs recommandations en accord avec leurs lignes directrices¹⁶¹ ou celles de leurs clients, qu'elles doivent fonder leurs recommandations sur des informations publiques et à jour sur les sociétés visées et élaborer leurs recommandations selon des démarches ou des méthodes leur permettant de réduire le risque d'erreur ou d'inexactitude factuelles¹⁶². En outre, pour permettre aux participants au marché de comprendre leur démarche, elles peuvent, dans la mesure du possible et sans compromettre le caractère exclusif ou commercialement sensible de l'information, afficher sur leur site internet leurs politiques et procédures, ainsi que les mesures de protection et de contrôle internes leur permettant d'élaborer les recommandations qu'elles soumettent à leurs clients¹⁶³.

En comparaison, le 22 juillet 2020, la SEC a adopté certains amendements aux règles régissant la sollicitation de procurations afin de garantir aux clients des agences conseil un accès à des informations plus transparentes, exactes et complètes. Même si la SEC a depuis clairement exprimé son désir de renoncer à ces changements¹⁶⁴, il demeure pertinent de s'y arrêter un moment puisque ces modifications répondent à des demandes récurrentes formulées par les directions de sociétés et leurs représentants légaux. En effet, l'objectif poursuivi était que les agences conseil permettent aux sociétés visées par les recommandations de les examiner et de fournir des commentaires sur celles-ci. Même si l'objectif était de réduire la probabilité d'erreurs factuelles et les recommandations non fondées, ce changement était critiquable puisqu'il avait pour conséquence de donner un contrôle aux sociétés visées sur ce qui doit être des recommandations indépendantes¹⁶⁵. Par ailleurs, malgré un objectif louable, ce changement faisait abstraction d'une réalité fondamentale: la réglementation des agences conseil doit principalement tenir compte de la protection des intérêts des bénéficiaires

¹⁶¹ Les lignes directrices poursuivent un double objectif: avertir préalablement les émetteurs des choix qui guideront les recommandations qui influenceront l'exercice du vote de leurs clients (par équité) et leur permettre d'identifier quelles sont les pratiques de gouvernance à privilégier (afin d'orienter les pratiques des émetteurs): B. C. TINGLE, préc., note 6, 744.

¹⁶² Instruction générale 25-201, préc., note 4, art. 2.2(2).

¹⁶³ *Id.*, art. 2.2(5).

¹⁶⁴ Press Release – SEC Proposes Rule Amendments to Proxy Rules Governing Proxy Voting Advice, 17 novembre 2021, en ligne: <<https://www.sec.gov/news/press-release/2021-236>> (consulté le 27 février 2022).

¹⁶⁵ G. W. DENT, préc., note 35, 1316.

des fonds, soit les clients des investisseurs institutionnels... et les intérêts de ceux-ci ne coïncident pas nécessairement avec ceux des sociétés visées.

À n'en point douter, ces règles perdaient de vue le fait que les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs sont actionnaires « pour le compte » de tiers qui supportent réellement le risque lié aux actifs sous gestion. Lorsqu'ils décident s'ils exerceront les votes et comment ils le feront, les investisseurs institutionnels doivent tenir compte des intérêts de leurs clients et de la stratégie d'investissement appliquée. De ce fait, les règles encadrant les activités des agences devraient viser à rendre les agences plus imputables envers les investisseurs institutionnels avec qui il existe une relation contractuelle et, le cas échéant, envers leurs bénéficiaires. Or, il semble que les règles proposées visaient principalement à répondre aux insatisfactions des administrateurs et dirigeants des émetteurs dont l'exercice du pouvoir a été affaibli par la présence des agences conseil ainsi que par l'activisme facilité des investisseurs institutionnels¹⁶⁶. Certes, l'accès à l'information est important tant qu'il contribue à la prise de décisions éclairées par les investisseurs institutionnels et s'il participe à leur processus décisionnel dans l'intérêt de leurs bénéficiaires. Or, les règles envisagées risquaient d'entraîner une augmentation des coûts et des délais¹⁶⁷, et cela, au détriment de ceux qu'il est nécessaire de protéger.

En effet, l'exigence visant une discussion préalable au sujet des recommandations formulées risquait de compliquer le respect des délais réglementaires liés à la communication des documents d'information avant les assemblées générales et de retarder la remise du rapport d'analyse aux actionnaires clients, limitant ainsi le temps dont ils disposaient pour examiner les informations transmises par l'agence conseil et assurer la protection des intérêts de leurs bénéficiaires¹⁶⁸. Par ailleurs, la reconnaissance d'un droit de regard pour les sociétés était susceptible d'entraîner des litiges en responsabilité (difficiles, mais toujours au moins hypothétiquement envisageables) contre les agences conseil puisque cette discussion pouvait four-

¹⁶⁶ *Id.*, 1311.

¹⁶⁷ Nicolas GRABER et Shuangjun WANG, « The SEC Backs Off on Proxy Advisory Firms », 19 décembre 2021, en ligne : <<https://corpgov.law.harvard.edu/2021/12/19/the-sec-backs-off-on-proxy-advisory-firms/#:~:text=Background%E2%80%94the%20Road%20to%20the%20SEC's%20July%202020%20Measures&text=The%20SEC%20staff%20issued%20a,to%20their%20proxy%20voting%20responsibilities>> (consulté le 27 février 2022).

¹⁶⁸ G. BALP, préc., note 30, p. 21.

nir des éléments étayant un manquement susceptible de nuire aux intérêts de la société¹⁶⁹.

Dans ce contexte, on peut se questionner sur les objectifs qui étaient réellement poursuivis par les changements envisagés aux États-Unis puisqu'ils auraient ajouté complexité et temps à un système où les délais sont déjà difficiles à respecter. Par ailleurs, les solutions proposées risquaient d'accroître les risques d'erreurs et surtout la nécessité de se fier uniquement aux recommandations des agences conseil¹⁷⁰ puisqu'elles ajoutaient une étape supplémentaire à un calendrier déjà chargé¹⁷¹. Or, dans l'état actuel des choses, les agences conseil n'ont que peu de temps pour traiter une quantité importante d'information. Accorder aux directions des sociétés un droit de révision n'aurait fait que raccourcir davantage le temps dont disposent les agences pour analyser les différents documents et faire des recommandations, créant un plus grand risque d'erreurs. En outre, on peut douter que cet examen ait conduit substantiellement à de meilleures recommandations¹⁷².

Le *Capital Markets Modernization Taskforce* ontarien avait également proposé en janvier 2021 d'accorder à :

[...] an issuer with a statutory right to rebut (at no cost) the reports published by PAFs. In order to avail themselves of this right of rebuttal, issuers would be required to publish the relevant materials (such as the management information circular (MIC)) within a specified time prior to the meeting. This right of rebuttal would apply, with respect to each of the issuer's resolutions, when the PAF is recommending to its clients to vote against management's recommendations. The PAF would be required to include the rebuttal in the report it provides to its clients.¹⁷³

Ces réactions récentes de certains législateurs ont de quoi surprendre puisque les critiques que nous avons présentées dans cette section sont connues depuis plus d'une quinzaine d'années. De ce fait, il est légitime de se demander pourquoi les agences conseil font actuellement l'objet d'un regain d'attention alors qu'aucun scandale ou nouveau comportement

¹⁶⁹ *Id.*, p. 22.

¹⁷⁰ M. CAPPUCCI, préc., note 2, p. 30.

¹⁷¹ *Id.*

¹⁷² *Id.*

¹⁷³ CAPITAL MARKETS MODERNIZATION TASKFORCE, préc., note 83, p. 67-68.

opportuniste n'a été recensé. Michael Cappucci, nous offre une piste de réflexion intéressante pour tenter de répondre à cette question :

The recent calls for action are the culmination of lobbying effort by think tanks, business trade associations and corporate executives in a decades-long struggle between the nation's corporate managers and activist shareholder. Since the proxy reforms of the 1980s gave shareholders a greater say over matters of corporate governance, groups representing corporate interests have been fighting to retain their grip on corporate control. These recent calls for the regulation of proxy advisors represent a coordinated effort by corporate interests, acting through a series of proxies, to undermine activist shareholders and the voting reforms that have given shareholders more say and influence over corporate matters.¹⁷⁴

Si cela s'avère, l'esprit des diverses réformes entreprises peut probablement se résumer ainsi : les administrateurs et les dirigeants sont en meilleure position que les actionnaires pour déterminer ce qui est dans le meilleur intérêt de la société. Cela sous-entend que les recommandations qui ne sont pas alignées avec la volonté de la direction doivent être considérées comme inexactes, non informées et destructrices de valeur. La conclusion logique de cette façon de concevoir les choses est qu'il est nécessaire d'encadrer l'exercice du vote des actionnaires et d'encadrer les agences conseil qui en facilitent l'usage.

Aussi, dans la mesure où le législateur adopte des règles plus strictes pour encadrer les activités des agences conseil, cela est susceptible d'affaiblir la voix des actionnaires institutionnels. Par ailleurs, il est à prévoir que cela augmenterait les coûts des services offerts par les agences, ce qui pourrait inciter certains investisseurs institutionnels à cesser d'utiliser ces services ou à les utiliser moins. Conséquemment, on peut douter que ces changements améliorent la qualité du vote sur les résolutions adoptées en assemblée par les actionnaires¹⁷⁵.

Dans ce contexte, nous émettons l'hypothèse que l'attaque contre les agences ne vise pas la qualité des recommandations de ces dernières et qu'il s'agit plutôt d'une manœuvre visant à reprendre le contrôle du vote des actionnaires. La campagne visant à changer les règles encadrant les agences conseil aux États-Unis a coïncidé avec un certain nombre d'autres change-

¹⁷⁴ M. CAPPUCCI, préc., note 2, p. 2.

¹⁷⁵ *Id.*, p. 31.

ments qui ont contribué à accroître l'influence et la visibilité des actionnaires. En d'autres mots, c'est l'influence croissante des actionnaires, et non les erreurs ou les conflits d'intérêts des agences conseil, qui expliquent les changements proposés aux États-Unis. Les lobbyistes prodirection savent que si les actionnaires ne peuvent avoir recours aux agences, ils n'effectueront pas tous des recherches pour exercer leurs droits de vote de manière éclairée. Ils retourneront sans doute à leurs anciennes habitudes de voter avec la direction, ce qui est probablement exactement l'objectif recherché¹⁷⁶.

III. L'encadrement des agences offrant des services de conseil relatif à l'exercice du vote par procuration et le contexte canadien

Malgré les différences importantes qui existent entre les marchés financiers canadiens et ceux des autres pays, les législateurs provinciaux et fédéraux sont régulièrement soumis à des pressions les poussant à réagir aux initiatives internationales en matière de gouvernance, particulièrement lorsqu'elles proviennent des États-Unis¹⁷⁷. Inquiets de la réputation nationale et internationale des marchés financiers canadiens, ces derniers craignent que les règles canadiennes ou leur application soient considérées trop laxistes en comparaison avec les règles prévalant aux États-Unis¹⁷⁸.

Dès lors, il existe une tension constante entre, d'une part, la nécessité de signaler la crédibilité des marchés boursiers canadiens – et par extension, la crédibilité des émetteurs canadiens qui cherchent à accéder aux capitaux étrangers – et, d'autre part, le constat que les règles, conçues pour des marchés plus importants, sont souvent inappropriées, inefficaces et excessivement contraignantes¹⁷⁹ considérant les particularités des marchés canadiens.

¹⁷⁶ *Id.*, p. 33.

¹⁷⁷ Pour un exemple récent, voir notamment le rapport du *Taskforce* ontarien qui propose d'importer les règles états-uniennes pour encadrer les activités des agences conseil: CAPITAL MARKETS MODERNIZATION TASKFORCE, préc., note 84, p. 67-68.

¹⁷⁸ Christopher NICHOLLS, « The Characteristics of Canada's Capital Markets and the Illustrative Case of Canada's Legislative Regulatory Response to *Sarbanes-Oxley* », dans *Canada Steps Up, Final report of the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada*, vol. 4, Toronto, *Maintaining a Competitive Capital Market in Canada*, 15 juin 2006, p. 129, aux p. 136-137, en ligne : <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.568.644&rep=rep1&type=pdf>> (consulté le 30 janvier 2022).

¹⁷⁹ *Id.*

Afin de mieux saisir la réalité canadienne, cette troisième partie présentera les caractéristiques particulières de ses marchés financiers. Cela nous permettra de mieux comprendre la pertinence pour les organismes de réglementation canadiens d'importer les règles développées ailleurs pour assurer un encadrement adéquat des activités des agences conseil.

A. Le contexte canadien : l'actionnariat concentré et les regroupements d'actionnaires

Si les sociétés ouvertes possédant un actionnariat dispersé sont la norme aux États-Unis, la situation est différente au Canada. De ce fait, même si les marchés financiers canadiens sont étroitement intégrés aux marchés états-unis et que le Canada suit généralement de près les différentes réformes législatives qui y sont adoptées, il peut s'avérer néfaste de le faire sans réfléchir aux conséquences. En effet, il n'est pas toujours avisé d'importer les théories développées dans la littérature états-unienne (particulièrement en ce qui a trait aux pratiques de gouvernance) sans avoir en tête l'existence des différences importantes que l'on retrouve dans la structure de l'actionnariat ainsi que dans la culture canadienne.

Notamment, au Canada, les problèmes d'agence, qui sont susceptibles de survenir entre les actionnaires dominants et les actionnaires minoritaires¹⁸⁰, possèdent une importance particulière puisqu'environ 70 % des sociétés ouvertes au Canada sont sous le contrôle légal ou de fait d'une personne ou d'un petit groupe de personnes¹⁸¹. Dans ce contexte, nous pouvons émettre l'hypothèse qu'au Canada, comparativement à la situation préva-

¹⁸⁰ *Id.* Dans ce deuxième type de problème d'agence, les actionnaires minoritaires sont les principaux délégataires et les actionnaires majoritaires sont les agents. La difficulté provient du risque que les premiers soient expropriés de leurs droits par les deuxièmes.

¹⁸¹ Janis SARRA, « The Corporation as Symphony: Are Shareholders First Violin or Second Fiddle? », (2003) 36 *U.B.C.L. Rev.* 403, p. 3, en ligne : <https://commons.allard.ubc.ca/fac_pubs/320/> (consulté le 30 janvier 2022). Une étude menée en 2000 auprès de 795 sociétés de l'indice boursier canadien TSE300 a conclu que 75 % de ces sociétés possédaient un actionnaire qui possédait plus de 10 % des titres avec droit de vote en circulation de la société, que 48 % de ces sociétés avaient un actionnaire qui détenait plus de 20 % des titres avec droit de vote en circulation, et que 23 % des sociétés comportaient un actionnaire majoritaire détenant plus de 50 % des titres : William M. MACKENZIE, « Out of Control », (2000) 12(6) *Corporate Governance Review* 1 ; Jun YANG, Eric WANG et Yunbi AN, « An Empirical Analysis of Canadian Shareholder Proposals », 20 juillet 2009, p. 6, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1510248>> (consulté le 30 janvier 2022).

lant aux États-Unis, nous entendons moins parler du besoin d'apporter des modifications aux règles encadrant les services offerts par les agences conseil parce que la structure d'actionnariat existante protège l'autorité décisionnelle des administrateurs et des dirigeants de l'influence des agences conseil.

Par ailleurs, contrairement aux États-Unis, les investisseurs institutionnels canadiens profitent de la présence de regroupements d'actionnaires qui ont pour objectif de coordonner les activités des investisseurs institutionnels; d'engager des discussions directement avec les sociétés pour effectuer des changements opérationnels et de gouvernance; de recueillir, d'évaluer, et de partager des informations avec leurs membres; de publier des directives de vote et d'autres politiques; de prévoir des forums pour que les membres se rencontrent et collaborent; ainsi que de faire des démarches afin d'obtenir des changements législatifs ayant un impact global¹⁸². Faisant partie du paysage de la gouvernance canadienne depuis de nombreuses années, les regroupements d'actionnaires agissent dans un cadre où les contraintes réglementaires sont nulles ou pratiquement inexistantes et possèdent une liberté d'action que ne connaissent pas individuellement les différents investisseurs institutionnels les composant, ce qui leur accorde un poids important.

En ce sens, la situation canadienne se rapproche de la situation connue au Royaume-Uni où les regroupements d'investisseurs ont également répondu à certains besoins importants des investisseurs institutionnels en matière de gouvernance. Tout comme au Royaume-Uni, en raison de leur importance et du rôle important qu'ils jouent en matière de gouvernance, les regroupements d'investisseurs canadiens ont laissé moins d'espace aux agences conseil, réduisant ainsi leur influence en comparaison¹⁸³.

Le cas du CCGG est une bonne illustration de ceci. En effet, le CCGG a été mis sur pied par des investisseurs institutionnels en 2002 afin de faire la promotion de pratiques de gouvernance qui permettent de mieux aligner les intérêts des administrateurs et des dirigeants des sociétés avec ceux de leurs actionnaires¹⁸⁴. Représentant les intérêts des investisseurs institution-

¹⁸² A. F. TUCH, préc., note 8, 1481.

¹⁸³ *Id.*

¹⁸⁴ Reconnaissant d'ailleurs l'importance des regroupements d'actionnaires, ISS et Glass Lewis communiquent régulièrement avec le CCGG et le PIAC pour connaître leur point de vue sur les développements canadiens en matière de gouvernance et s'assurer

nels, le CCGG promeut de différentes façons les bonnes pratiques de gouvernance dans les sociétés ouvertes canadiennes, par exemple en tentant d'améliorer l'environnement réglementaire afin de favoriser l'efficacité et l'efficacité des marchés financiers canadiens¹⁸⁵. De même, à titre de regroupement d'actionnaires, le CCGG examine régulièrement les questions d'actualité et prépare des lignes directrices pour ses membres. Par ailleurs, cette organisation fournit une source alternative de conseils aux investisseurs institutionnels qui en sont membres en rendant disponible sur son site internet des recommandations générales en matière de gouvernance afin que tous puissent les prendre en considération.

De la même façon, l'Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite (ci-après le «PIAC») fournit également des conseils à ses membres pour qu'ils jouent un rôle efficace comme actionnaires, en formulant des lignes directrices en matière de gouvernance. De ce fait, tel que le soulignait le cabinet Davies Ward Phillips & Wineberg en 2010 :

The ability of [shareholder organisations] to deliver coordinated messages on behalf of its members [...] and to deliver input from issuers back to its members puts even greater force behind the voting strength of the institutional investors it represents.¹⁸⁶

Ainsi, ces organisations facilitent la promotion des bonnes pratiques de gouvernance dans les sociétés en coordonnant les activités et les efforts de leurs membres, ce qui permet à ces derniers d'éviter les coûts directs des démarches, réduisant de ce fait les problèmes d'actions collectives, sans que ces derniers n'aient nécessairement à recourir aux services des agences conseil. En outre, cela permet aux investisseurs institutionnels d'influencer les décisions des dirigeants sur des questions propres à une société, ainsi

que leurs politiques sont le reflet des pratiques courantes : Carol HANSELL, Mark CONNELLY, Michael DISNEY et al., « Discussion Paper: The Quality of the Shareholder Vote in Canada », *Davies Ward Phillips & Vineberg LLP*, 22 octobre 2010, p. 16, en ligne : <<http://www.dwpv.com/shareholdervoting/>> (consulté le 31 janvier 2022).

¹⁸⁵ CCGG, « Our Mission & Objectives », en ligne : <<https://ccgg.ca/mission-and-objectives/>> (consulté le 31 janvier 2022). La présence de cette organisation d'actionnaire au Canada permet un degré de coopération beaucoup plus élevé entre les investisseurs institutionnels que dans de nombreuses autres juridictions à travers le monde : C. HANSELL, M. CONNELLY, M. DISNEY et al., *id.*, p. 6.

¹⁸⁶ *Id.*

que les politiques ou les règles de gouvernance affectant un ensemble de sociétés sans nuire à leur notoriété¹⁸⁷.

En effet, en partageant les dépenses et l'exposition publique, les organisations d'actionnaires font en sorte qu'aucun investisseur institutionnel ne supporte directement les risques ou les coûts d'une action qui est dans l'intérêt de l'ensemble des membres¹⁸⁸. Tel que le CCGG le souligne : « Collaborative engagement may also be more effective as it is often more compelling for a company to implement governance improvements sought by a group of its institutional investors as opposed to those sought by one investor »¹⁸⁹.

Au demeurant, le recours aux organisations d'actionnaires est plus en ligne avec l'approche traditionnellement préconisée par les investisseurs institutionnels. En effet, les investisseurs institutionnels canadiens préfèrent habituellement tenir des discussions informelles avec les dirigeants d'entreprise afin de résoudre les problèmes de gouvernance et éviter les méthodes plus conflictuelles, telles que le vote négatif, les litiges ou les sollicitations de procuration.

Les organisations telles que le CCGG et le PIAC ont permis aux investisseurs institutionnels d'envoyer de forts signaux aux législateurs ainsi qu'aux directions des sociétés afin de faire évoluer les pratiques en matière de gouvernance et ont participé à accroître la surveillance des administrateurs et des dirigeants des sociétés canadiennes, même en présence d'actionnaires de contrôle. Cela étant, les agences conseil sont différentes des regroupements d'investisseurs puisqu'elles émettent des recommandations au sujet de sociétés spécifiques et fournissent aux investisseurs institutionnels des conseils de vote explicites sur des enjeux particuliers. En ce sens, les agences offrent des services complémentaires et conservent leur pertinence, même si leur influence auprès de la direction des sociétés est moindre lorsqu'il s'agit d'exercer des pressions pour faire évoluer les pratiques en matière de gouvernance de manière plus globale.

¹⁸⁷ A. F. TUCH, préc., note 8, 1482.

¹⁸⁸ *Id.*

¹⁸⁹ CANADIAN COALITION FOR GOOD GOVERNANCE, « CCGG Policy. 2010 Principles for Governance, Monitoring, Voting and Shareholder Engagement », décembre 2010, p. 1, en ligne : <https://ccgg.ca/wp-content/uploads/2019/03/Principles_for_Governance_Monitoring_Voting_and_Shareholder_Engagement-Formatted__2_-1-1.pdf> (consulté le 31 janvier 2022).

Outre la présence des organisations d'actionnaires, qui réduit la pertinence et l'influence des agences conseil au Canada, l'absence de concurrence entre les agences conseil canadiennes s'explique en partie par le fait que le marché du conseil en matière d'exercice du vote par procuration s'appuie sur la réputation qu'ont développée les agences auprès des investisseurs institutionnels, ce qui crée d'importantes barrières à l'entrée¹⁹⁰. En effet, les investisseurs institutionnels préfèrent généralement les services d'une agence conseil qui est connue et qui possède de l'expérience comme ISS et Glass Lewis plutôt que les services offerts par un nouvel acteur¹⁹¹.

B. Le contexte canadien et l'activisme actionnarial

Dans les dernières décennies, l'intérêt des investisseurs institutionnels pour les questions liées aux pratiques de gouvernance a pris beaucoup d'importance. Ainsi, malgré qu'ils ne soient pas légalement tenus d'exercer les droits de vote se rattachant aux actions qu'ils détiennent au nom de leurs bénéficiaires¹⁹², une reconnaissance grandissante de l'importance de jouer un rôle actif afin d'améliorer les pratiques de gouvernance et d'accroître la surveillance des administrateurs et dirigeants s'est développée au Canada.

Dans ce contexte, les organisations d'actionnaires ont également joué un rôle significatif en développant des lignes directrices incitant leurs membres à

¹⁹⁰ A. ECKSTEIN et S. HANNES, préc., note 39, 798.

¹⁹¹ Ceci étant, au Canada, SHARE occupe également une petite place sur le marché.

¹⁹² On considère toutefois que les investisseurs institutionnels qui détiennent des actions au nom de leurs clients ou des bénéficiaires de régimes ont le devoir envers ces derniers de gérer les actifs qu'ils détiennent en leur nom de manière appropriée. Cette obligation oblige généralement (mais pas toujours) l'investisseur institutionnel à exercer les droits de vote se rattachant aux actions, que ce soit pour protéger la valeur à long terme de l'investissement ou pour approuver ou désapprouver une action ou un événement pouvant affecter l'investissement à court terme : C. HANSELL, M. CONNELLY, M. DISNEY et al., préc., note 184, p. 169. Par ailleurs, le gestionnaire d'un fonds de placement, agissant au nom des fonds de placement, peut exercer les droits de vote par procuration liés aux titres de portefeuille des fonds de placement. Les fonds d'investissement ou leur gestionnaire doivent, en vertu du *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*, RLRQ, c. V-1.1, r. 42, en ligne : <<https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/81-106/2022-01-06/2022janv06-81-106-vofficielle-fr.pdf>> (consulté le 31 janvier 2022), divulguer un dossier de vote par procuration sur une base annuelle pour la période terminée le 30 juin de chaque année et l'afficher sur son site Internet au plus tard le 31 août de chaque année.

adopter un rôle plus actif. À titre d'illustration, mentionnons le CCGG qui a incité ses membres dès 2005 à exercer les droits de vote se rattachant aux actions détenues en adoptant le *Statement of Principles Regarding Member Activism* qui indique que les investisseurs institutionnels¹⁹³ :

[...] should seek to vote all of the shares of the companies in their portfolios. They should make informed and independent voting decisions in the best interests of beneficiaries or clients, and not automatically support management and the board. They should vote taking the particular circumstances of each company into consideration and avoid a 'tick the box' approach. If they use proxy advisors or other third parties to assist with their voting decisions, investors should assess the advice received and not automatically follow it. Institutional investors also should have processes in place to try to make sure votes are cast consistent with their own voting policies.¹⁹⁴ (Nos soulignements)

Cette volonté des investisseurs institutionnels canadiens de jouer un rôle plus important afin d'améliorer la gouvernance des sociétés a notamment mené ces derniers à adopter des codes internes et des politiques en matière de gouvernance qui, bien que non contraignants, créent une pression afin qu'ils exercent leurs droits de vote et divulguent comment ils ont choisi de voter¹⁹⁵.

Ces politiques personnalisées adoptées par les investisseurs institutionnels traitent généralement d'un éventail de considérations et sont mises à jour annuellement en fonction de l'évolution des tendances et des problématiques observées¹⁹⁶. À titre d'exemple, nous pouvons penser à la politique énonçant les principes guidant l'exercice des droits de vote de la Caisse de

¹⁹³ Mis à jour en 2010 (voir les *Principles for Governance Monitoring, Voting and Shareholder Engagement*, préc., note 189) et plus récemment par les *Stewardship Principles* de mai 2020 : CANADIAN COALITION FOR GOOD GOVERNANCE, « Stewardship Principles », mai 2020, en ligne : <<https://ccgg.ca/wp-content/uploads/2020/05/2020-Stewardship-Principles-CCGG-new-branding.pdf>> (consulté le 31 janvier 2022).

¹⁹⁴ *Stewardship Principles*, id., p. 5.

¹⁹⁵ G. BALP, préc., note 30, p. 3.

¹⁹⁶ Ce constat en lien avec cette habitude de développer des politiques en matière de gouvernance était déjà souligné dans le *Discussion Paper* de Davies Ward Phillips & Wineberg LLP en 2010 : « Many develop and publish their own proxy voting guidelines, which form the basis of their voting decisions. As a result, issuers understand the voting intentions of many of their investors and are able to take the views of their investors into account, to the extent they consider appropriate, when making decisions and formulating recommendations. » (C. HANSELL, M. CONNELLY, M. DISNEY et al., préc. note 184, p. 6).

dépôt et placement du Québec qui vise notamment à informer les entreprises des attentes de la Caisse en matière de gouvernance et de responsabilité d'entreprise¹⁹⁷, ou encore à la politique de Jarislowsky Fraser¹⁹⁸.

Lorsque les investisseurs institutionnels exercent leurs droits de vote, ils doivent exercer ceux-ci sur une base éclairée, avec soin, compétence, prudence et diligence, au bénéfice de leurs bénéficiaires afin de protéger et d'améliorer la valeur à long terme de leurs investissements. Dans les dernières années, les agences conseil ont contribué de manière importante au respect de ces obligations en offrant d'effectuer, contre rémunération, les recherches d'informations et l'analyse nécessaire. Cela étant, bien que les agences conseil proposent des recommandations de vote basées sur leurs propres politiques de vote, au Canada, les organisations d'actionnaires incitent les investisseurs institutionnels à voter en fonction de leurs propres directives de vote par procuration même si cela a un impact sur les coûts de la démarche. Cela semble d'ailleurs porter à conséquence puisque, tel que Glass Lewis le souligne, la très grande majorité de ses clients canadiens votent selon une politique personnalisée ou via un processus personnalisé lorsqu'il est question de la façon dont leurs droits de vote seront exercés. De même, ISS rapporte que plus de 400 de ses clients investisseurs institutionnels, dont 85 % de leurs 100 meilleurs clients, utilisent une politique personnalisée¹⁹⁹.

Néanmoins, malgré la volonté actuelle des investisseurs institutionnels d'exercer leurs droits de vote de manière éclairée, il faut se rappeler qu'ils ont longtemps préféré éviter les coûts liés à la prise de décisions éclairées lorsqu'ils exerçaient leurs droits de vote en suivant le *Wall Street Rule*, et cela, même si le résultat entraînait une performance d'entreprise sous-optimale et risquait d'affecter la valeur des titres.

¹⁹⁷ CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, « Politique régissant l'exercice du droit de vote dans les sociétés cotées en Bourse », 28 octobre 2020, en ligne : <https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/politique_exercice_droit_vote_fr.pdf> (consulté le 31 janvier 2022).

¹⁹⁸ JARILOWSKY FRASER, « Politique de vote par procuration et procédures », septembre 2020, en ligne : <<https://jflglobal.com/fr-ca/politique-de-vote-par-procuration-et-procedures/>> (consulté le 31 janvier 2022).

¹⁹⁹ ESG GLOBAL ADVISORS, « Demystifying Proxy Voting: How Do Institutional Investors Vote Shares? », TMX, février 2020, en ligne : <https://da96cda2-4fc5-4d6b-a5b5-ac6d092a9b4e.filesusr.com/ugd/034371_53096edb6a0b4e76878b028e3dc8326e.pdf?index=true> (consulté le 31 janvier 2022).

En effet, au Canada comme ailleurs, les services offerts par les agences conseil ne sont pas obligatoires. De ce fait, nous ne pouvons exclure la possibilité qu'une éventuelle augmentation des coûts en lien avec l'imposition de règles plus contraignantes puisse pousser certains petits investisseurs institutionnels à renoncer à l'utilisation du service afin de demeurer compétitifs. De même, une augmentation des coûts peut pousser certains investisseurs institutionnels à cesser d'exercer les droits de vote rattachés aux actions qu'ils détiennent pour maintenir leur rentabilité dans l'intérêt de leurs bénéficiaires plutôt que de développer un processus d'analyse interne.

Si cela s'avérait, cela entraînerait un résultat opposé à celui que le législateur canadien semble actuellement souhaiter, si on se fie aux récentes démarches visant à reconnaître les droits des actionnaires²⁰⁰. Par ailleurs, il importe de souligner qu'au Canada, les questions de gouvernance d'entreprise qui demeurent litigieuses et vigoureusement contestées sont peu nombreuses en comparaison avec les États-Unis²⁰¹. Si les investisseurs états-uniens doivent plus fréquemment prendre des décisions qui nécessitent de faire appel à l'expertise des agences conseil pour obtenir des informations sur la meilleure façon d'exercer leurs droits de vote, il n'en est rien au Canada²⁰². Or, ce sont habituellement ces questions plus sensibles et litigieuses qui incitent les investisseurs institutionnels à recourir à des agences conseil afin d'exercer leurs droits de vote de manière éclairée dans l'intérêt de leurs bénéficiaires. De ce fait, le consensus canadien au sujet des questions de gouvernance concourt également à la conclusion que l'influence des agences est moins importante au Canada. La comparaison des politiques en matière de gouvernance des différents investisseurs institutionnels canadiens, ainsi que des politiques du CCGG et des propositions déposées chaque année semblent d'ailleurs confirmer cette assertion.

²⁰⁰ Voir à titre d'illustration de cette volonté la *Loi portant exécution de certaines dispositions du budget déposé au Parlement le 19 mars 2019 et mettant en œuvre d'autres mesures*, projet de loi C-97 (sanctionné – 21 juin 2019), 1^{re} sess., 42^e légis. (Can.).

²⁰¹ En effet, plusieurs pratiques de gouvernance sont considérées comme non controversées par les acteurs du marché au Canada et sont généralement acceptées comme faisant partie des bonnes pratiques de gouvernance, alors qu'elles sont toujours une source de différend pour leurs homologues états-uniens. À titre d'illustration, mentionnons la question du « proxy access », celles de la séparation du poste de président de la société du poste de président du conseil d'administration, l'élection annuelle des membres du conseil d'administration ou, encore, les questions du « majority voting ».

²⁰² A. F. TUCH, préc., note 8, 1462.

Cette cohésion semble d'ailleurs avoir eu des effets positifs sur la gouvernance des sociétés canadiennes puisque tel que le soulignait le rapport sur *The Quality of Shareholder Vote in Canada*:

Institutional investors have been responsible for a number of developments in Canadian corporate governance. The separation of the positions of CEO and chair, the elimination of stock options for directors and the adoption of majority voting have all come about as a result of investor pressure. This is in contrast to other jurisdictions, where legislation or regulation is more typically required to introduce changes of this nature. Changes that are made as a result of investor pressure, rather than being mandated by government or securities regulators, provide greater flexibility for issuers and are typically adopted first by larger issuers, leaving smaller issuers more time to adapt.²⁰³(Nos soulignements)

*
* *

Si l'influence des règles états-uniennes est compréhensible dans le domaine des valeurs mobilières considérant la proximité géographique des États-Unis, l'intégration des économies canadienne et états-unienne et les similitudes qui existent entre les systèmes sociaux, politiques et économiques, il demeure que les changements apportés aux règles applicables devraient tenir compte des particularités canadiennes. En effet, tel que le souligne le professeur Nicholls :

Any hoped-for improvements in the design and implementation of Canadian securities regulation, then, ought to be sensitive to the distinguishing characteristics of Canada's capital markets, and mindful of how useful foreign regulatory initiatives can best be imported into Canada. There are at least two dimensions to this issue: first, it is necessary to assess the merits of any regulatory or legislative proposal on its own terms, irrespective of any considerations of jurisdictional "fit". Some foreign initiatives, in other words, may have their origins in political compromise, legislative expediency, or even panic, and may, with the benefit of more sober reflection than perhaps was possible in the foreign jurisdiction where they were originally crafted, be judged as simply too flawed to merit further consideration.

However, even if foreign initiatives appear initially to be based on coherent principles and to reflect reasoned and proportionate responses to serious pro-

²⁰³ C. HANSELL, M. CONNELLY, M. DISNEY et al., préc. note 184, p. 7.

blems, a second level of analysis is called for. This second level of analysis involves assessing the likely efficacy and propriety of the foreign initiative in light of relevant distinctions between Canada and the foreign jurisdiction.²⁰⁴ (Nos soulignements)

Aux États-Unis, les différentes craintes et critiques qui ont été exprimées face aux changements proposés en juillet 2020 par la SEC semblent avoir été entendues. Notamment, les appréhensions face à l'efficacité de ces mesures et à leur utilité pour réduire l'apathie des actionnaires institutionnels et s'assurer que ces derniers exercent les droits de vote détenus de manière éclairée ont été reprises dans le document de consultation de novembre 2021 sur les changements aux règles applicables aux agences conseil²⁰⁵. Par ailleurs, le nouveau directeur de la SEC a reconnu l'importance de l'indépendance des agences face aux sociétés sur lesquelles elles portent un jugement²⁰⁶.

Si la situation aux États-Unis semble sur le point d'être corrigée et que l'Ontario a laissé tomber l'idée de modifier les règles encadrant les activités des agences conseil, il demeure que les craintes exprimées face à une volonté renouvelée de limiter la portée de l'activisme actionnarial²⁰⁷ méritent notre attention. En effet, si les façons de faire des agences conseil peuvent soulever certaines critiques, globalement, il demeure qu'elles participent de manière importante à l'amélioration des pratiques en matière de gouvernance, et cela, en facilitant l'accès à l'information, ce qui permet un exercice éclairé des droits de vote détenus par les investisseurs institutionnels²⁰⁸. Par ailleurs, nous lisons actuellement peu de critiques envers les investisseurs institutionnels canadiens qui utilisent les services des agences conseil ou sur le fait que les pratiques de gouvernance mises de l'avant par les regroupements d'investisseurs ne tiennent pas compte de la réalité canadienne et privent les dirigeants de la flexibilité nécessaire pour agir dans le meilleur intérêt des sociétés²⁰⁹.

²⁰⁴ C. NICHOLLS, préc., note 178, p. 145.

²⁰⁵ SEC, *Amendments to the Proxy Rules for Proxy Voting Advice*, 17 novembre 2021, en ligne : <<https://www.sec.gov/rules/proposed/2021/34-93595.pdf>> (consulté le 27 février 2022).

²⁰⁶ SEC, préc., note 164.

²⁰⁷ C. HAYNE et M. D. VANCE, préc., note 54.

²⁰⁸ *Id.*

²⁰⁹ A. F. TUCH, préc., note 8, 1505.

Ces constats devraient peut-être nous amener à conclure que l'encadrement canadien des agences conseil fonctionne bien... et nous inviter à suivre le dicton populaire : *if it ain't broke, don't fix it*.