

## Agences de conseil en vote : réflexion comparative et critique sur leur encadrement réglementaire

Ivan Tchotourian, Anne Shirley LeBel et Francis Paradis

Volume 48, numéro 1, 2018

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/1049312ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/1049312ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

Éditions Wilson & Lafleur, inc.

ISSN

0035-3086 (imprimé)

2292-2512 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Tchotourian, I., LeBel, A. S. & Paradis, F. (2018). Agences de conseil en vote : réflexion comparative et critique sur leur encadrement réglementaire. *Revue générale de droit*, 48(1), 5–63. <https://doi.org/10.7202/1049312ar>

Résumé de l'article

*Les agences de conseil en vote (proxy advisors) sont aujourd'hui des acteurs incontournables de la gouvernance d'entreprise. Leur rôle est devenu crucial dans les votes qui ont lieu lors des assemblées annuelles des entreprises cotées sur les grandes places financières. Du fait de l'internationalisation de l'actionariat et de la place qu'occupent les investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises, les agences de conseil en vote offrent des services utiles dans le domaine de l'exercice du droit de vote. Elles facilitent la participation des investisseurs institutionnels dans la gouvernance et donnent à la démocratie actionnariale un moyen d'exister. Cependant, le rôle des agences de conseil en vote donne également lieu à des controverses. Divers reproches leur ont été faits, qui ont justifié l'intervention des régulateurs canadiens, états-uniens et européens, ces dernières années. À l'heure où un encadrement souple, basé sur des principes, semble faire l'unanimité, le présent article revient sur ce choix de politique législative (notamment au Canada) et discute de sa pertinence au regard de l'influence qu'exercent les agences de conseil en vote et des enjeux considérables que leur intervention soulève.*

# ARTICLES

---

## Agences de conseil en vote : réflexion comparative et critique sur leur encadrement réglementaire

IVAN TCHOTOURIAN\*, ANNE SHIRLEY LEBEL\*\*  
ET FRANCIS PARADIS\*\*\*

### RÉSUMÉ

*Les agences de conseil en vote (proxy advisors) sont aujourd'hui des acteurs incontournables de la gouvernance d'entreprise. Leur rôle est devenu crucial dans les votes qui ont lieu lors des assemblées annuelles des entreprises cotées sur les grandes places financières. Du fait de l'internationalisation de l'actionnariat et de la place qu'occupent les investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises, les agences de conseil en vote offrent des services utiles dans le domaine de l'exercice du droit de vote. Elles facilitent la participation des investisseurs institutionnels dans la gouvernance et donnent à la démocratie actionnariale un moyen d'exister. Cependant, le rôle des agences de conseil en vote donne également lieu à des controverses. Divers reproches leur ont été faits, qui ont justifié l'intervention des régulateurs canadiens, états-unisens et européens, ces dernières années. À l'heure où un encadrement souple, basé sur des principes, semble faire l'unanimité, le présent article revient sur ce choix de politique législative (notamment au Canada) et discute de sa pertinence au regard de l'influence qu'exercent les agences de conseil en vote et des enjeux considérables que leur intervention soulève.*

---

\* Professeur agrégé et codirecteur du Centre d'études en droit économique (CEDE), Faculté de droit, Université Laval. Le texte est à jour au 1<sup>er</sup> juin 2017. Cet article a bénéficié du soutien financier de la Fondation du Barreau du Québec dans le cadre du programme de subvention à la recherche. Cet article a été également réalisé grâce au soutien financier du Fonds d'éducation et de saine gouvernance de l'Autorité des marchés financiers (FESG AMF). Les renseignements, opinions et avis exprimés dans le présent texte n'engagent que la responsabilité des auteurs. Les auteurs remercient les deux évaluateurs anonymes pour leurs suggestions et Mme Maude Trudel, MM. Olivier Sirois et Jean-Christophe Bernier (LL.B., Université Laval, mais à l'époque étudiant) pour les recherches qu'ils ont faites.

\*\* LL.B., Université Laval.

\*\*\* LL.B., Université Laval et inscrit au programme de maîtrise avec mémoire en droit des affaires à la même faculté.

**MOTS-CLÉS :**

*Agences de conseil en vote, enjeux de gouvernance, encadrement juridique, choix réglementaire, Canada.*

**ABSTRACT**

*Proxy advisors have become actors with the capacity to influence corporate governance standards. Their role has become crucial in the process of casting votes at the annual meetings shareholders of Canadian, American and European companies. In reaction to the internationalization of share ownership and the increased presence of institutional investors holding large numbers of shares, proxy advisors have been created to offer services that outsource the process of deciding how to vote. Thus, they facilitate the involvement of institutional investors in corporate governance and foster shareholder democracy. Nevertheless, the role of proxy advisors is also controversial. The issues raised by scholars and experts in the field have encouraged regulators across the world to intervene in the last few years. As a flexible approach based on principles has emerged as the preferred framework for regulation, this article reviews the different policy choices made by regulators (in Canada in particular) and discusses their relevance in light of the influence of proxy advisors and the legal and practical challenges raised by the services they provide.*

**KEY-WORDS:**

*Proxy advisors, presentation of a market player, corporate governance issues, legal framework, regulatory option, Canada.*

**SOMMAIRE**

Introduction.....	7
I. Enjeux en termes de gouvernance.....	19
A. Débat sur la passivité des actionnaires.....	20
B. Avancée de la démocratie actionnariale.....	23
C. Encadrement du comportement des actionnaires.....	28
D. Justification économique des agences de conseil en vote.....	33
II. Problèmes liés à l'intervention des agences de conseil en vote.....	35
A. Absence d'une obligation fiduciaire.....	35
B. Existence de conflits d'intérêts.....	38
C. Qualité contestable des méthodes.....	41
D. Manque de transparence sur les méthodes.....	45
III. Lecture critique de l' <i>Instruction générale 25-201</i> .....	48
A. Comparaison des approches réglementaires.....	48

1.	Approche souple . . . . .	49
2.	Approche contraignante . . . . .	53
B.	Discussion sur la pertinence de la position canadienne . . . . .	55
	Conclusion . . . . .	61

[T]he influence of ISS and its competitors over institutional investors' voting behavior is so considerable that traditionalists will be concerned that any initiative to increase stockholder power will simply shift more clout to firms of this kind<sup>1</sup>.

## INTRODUCTION

**1. Définition d'une agence de conseil en vote :** Une agence de conseil en vote est une entreprise privée, chargée d'évaluer les propositions soumises par les conseils d'administration aux assemblées d'actionnaires et de recommander à ses clients — principalement des investisseurs institutionnels (fonds de pension, fonds d'investissement, sociétés d'assurance, fonds de couverture appelés *hedge funds* en anglais, etc.<sup>2</sup>) — de quelle manière exercer leur droit de vote<sup>3</sup>. Si ces investisseurs occupent aujourd'hui une position particulière dans l'actionariat des grandes entreprises cotées en bourse, ils délèguent à ces agences l'analyse de la pertinence des décisions adoptées par la direction. Les investisseurs institutionnels, détenteurs de portefeuilles d'actions très diversifiés, se heurtent, en effet, à des difficultés pratiques lorsqu'il s'agit de décider comment voter sur certains points à l'ordre du jour, lors des assemblées des sociétés dont ils détiennent des actions<sup>4</sup>. Bien que les agences de conseil en vote puissent ne faire

1. Lettre de Leo E Strine Jr, Senior Vice President and General Counsel of Center on Executive Compensation, à Elizabeth M Murphy, United States Securities and Exchange Commission (US SEC) Secretary, (25 octobre 2010) à la p 3 [Lettre de Leo E Strine Jr].

2. Pour plus de détails sur cette notion, voir *infra* au para 10.

3. Yvan Allaire, « Proxy Advisors: Who Are These Guys? », *Financial Post (FP Comment)* (10 mai 2012); Miriasi Thouch, « Les sociétés spécialisées dans l'exercice des droits de vote (*proxy voting providers*) » (2006) 87 Actes pratiques et ingénierie sociétaire 27. Sur le rôle des agences, voir Anne Tilleux, « Are Proxy Advisors Too Powerful? », *Lexology* (3 septembre 2015).

4. CE, *Plan d'action : droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise — un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure viabilité des entreprises*, COM (2012) 740/2, 12 décembre 2012 à la p 11, en ligne : <ec.europa.eu/internal\_market/company/docs/modern/121212\_company-law-corporate-governance-action-plan\_fr.

que des recommandations de vote à leurs clients, elles gèrent parfois la réception de la documentation liée au droit de vote et offrent des plateformes afin d'en faciliter l'exercice<sup>5</sup>. Certains investisseurs (ayant une politique de vote très similaire à celle de l'agence) n'hésitent pas également à leur déléguer l'exercice de leur droit de vote. Dans ce cas, l'instruction de vote est remplie par défaut, en accord avec la recommandation de l'agence, même si l'investisseur conserve le pouvoir de réviser la décision avant qu'elle ne soit envoyée. Un client peut enfin requérir de l'agence qu'elle conduise son analyse en fonction de sa propre politique de vote et non de celle de l'agence<sup>6</sup>. Finalement, l'influence des agences de conseil en vote se fait sentir par leurs recommandations, la production de politiques de votes en interne, dont la divulgation est rendue obligatoire dans certains pays, et la normalisation des pratiques de gouvernance d'entreprise qu'elles entraînent<sup>7</sup>.

**2. Croissance en Amérique du Nord :** L'industrie canadienne des agences de conseil en vote a connu une croissance importante dans les dernières années, laquelle s'explique, notamment, par l'essor de l'offre de ce type de services aux États-Unis. Les agences de conseil en vote sont apparues parallèlement à la place grandissante prise par les investisseurs institutionnels sur le marché financier états-unien<sup>8</sup>. Certains changements réglementaires, apportés à l'encadrement des sociétés états-uniennes de placement (*investment companies*), ont été aussi un puissant moteur pour l'industrie des agences de conseil en

---

pdf> [CE, *Plan d'action*]. Voir Marc Petitier et Thomas Meli, « Agences de conseil en vote et pouvoirs des assemblées générales des sociétés cotées » (2013) 15 JCP E 20.

5. Sur cette double fonction, voir Albert Verdam, « An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting » décembre 2006 [non publié], à la p 2, en ligne : SSRN <papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\_id=978835>.

6. Carol Hansell et al, « The Quality of the Shareholder Vote in Canada » (2010) Davies Ward Phillips & Vineberg LLP, Discussion paper, aux pp 58–60 et 92, en ligne : <www.dwpv.com/Sites/shareholdervoting/media/The-Quality-of-the-Shareholder-Vote-in-Canada.pdf>; Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), *Document de consultation 25-401 : perspectives de réglementation des agences de conseil en vote*, 2012 aux pp 5 et s, en ligne : <lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/consultations/valeurs-mobilières/2012juin21-25-401-consultation-fr.pdf> [ACVM].

7. Suneela Jain et al, *The Conference Board Governance Center White Paper: What Is the Optimal Balance in the Relative Roles of Management, Directors and Investors in the Governance of Public Corporations?*, The Conference Board, 2014 aux pp 23 et s.

8. Paul H Edelman, Randall S Thomas et Robert B Thompson, « Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism » (2014) 87:6 S Cal L Rev 1359.

vote. L'encadrement de ces sociétés a été modifié par la *Securities and Exchange Commission* (ci-après « SEC ») en 2003, de même que par les articles 30b1-4 et 206(4)-6 de l'*Investment Company Act of 1940*<sup>9</sup>. Ce dispositif réglementaire exige des sociétés de placement et des conseillers en placement (*investment advisers*) qu'ils divulguent annuellement leur registre de vote et adoptent des politiques et des procédures raisonnables, afin de s'assurer que le droit de vote est exercé dans l'intérêt supérieur de leurs clients. Ainsi, initialement mises en place pour favoriser l'engagement, la transparence et l'absence de conflits d'intérêts, ces règles ont eu pour conséquence d'accroître la demande des services de conseil en vote<sup>10</sup>. Cet effet a été renforcé par deux lettres relatives à l'interprétation de l'article 206(4)-6, émises par la SEC en 2004<sup>11</sup>. Bien que le Canada n'ait pas connu de changements réglementaires similaires à ceux survenus aux États-Unis, les investisseurs institutionnels canadiens ont profité de l'évolution des nouveaux services offerts par les agences de conseil en vote. Vu la diversification de leur portefeuille et le nombre de titres boursiers détenus, il est plus simple et moins onéreux pour eux de déléguer à une entreprise externe l'analyse de la documentation de vote. En France, lors de la campagne des assemblées générales de 2014, l'Association française de gestion financière a relevé que les trois cinquièmes de ses membres avaient eu recours à des agences de conseil en vote, principalement Proxinvest et Institutional Shareholder Services.

---

9. *Final Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, 68 Fed Reg 6564 (2003) [SEC, *Disclosure of Proxy Voting*]; *Proxy Voting by Investment Advisers*, 68 Fed Reg 6585 (2003) [*Proxy Voting by Investment Advisers*]. Pour plus de détails, voir *infra* aux para 38 et s.

10. Tamara C Belinfanti, « The Proxy Advisory & Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control » (2009) 14:2 *Stan J L Bus & Fin* 384 à la p 385 [Belinfanti, « Oversight and Control »]. Voir également James K Glassman et J W Verret, *How to Fix Our Broken Proxy Advisory System*, George Mason University, Mercatus Center, Arlington (Virg), 2013 à la p 5, en ligne : <[www.mercatus.org/system/files/Glassman\\_ProxyAdvisorySystem\\_04152013.pdf](http://www.mercatus.org/system/files/Glassman_ProxyAdvisorySystem_04152013.pdf)> [Glassman et Verret, *How to Fix*].

11. Lettre de Douglas Scheidt, Associate Director and Chief Counsel of SEC, à Kent S Hughes, Managing Director of Egan-Jones Proxy Services, (27 mai 2004), en ligne : <[www.sec.gov/divisions/investment/noaction/egan052704.htm](http://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/egan052704.htm)> [Lettre à Kent S Hughes]; Lettre de Douglas Scheidt, Associate Director and Chief Counsel of SEC, à Mari Anne Pisarri, Esq Pickard and Djinis LLP, (15 septembre 2004), en ligne : <[www.sec.gov/divisions/investment/noaction/iss091504.htm](http://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/iss091504.htm)> [Lettre à Mari Anne Pisarri].

**3. Présentation des agences Glass Lewis et ISS<sup>12</sup> :** Au Canada, deux agences de conseil en vote occupent la vaste majorité de l'industrie : Glass Lewis et Institutional Shareholder Services (ci-après « ISS »). Ces entreprises détiennent plus de 90 % des parts du marché, les deux tiers étant attribuables à ISS<sup>13</sup>. L'agence de conseil en vote ISS a été fondée en 1985<sup>14</sup>. Celle-ci a plus de 1 700 clients et donne des conseils sur plus de 40 000 assemblées d'actionnaires<sup>15</sup>. De son côté, l'agence Glass Lewis a été fondée en 2003 par un regroupement de professionnels juridiques et comptables<sup>16</sup>. Sa création a suivi l'effondrement boursier des années 2000, qui a permis d'observer à quel point l'évaluation des risques, faite par les courtiers de Wall Street, était insuffisante. Bien qu'elle soit arrivée plus tardivement, l'agence Glass Lewis a pu percer le marché en raison des conflits d'intérêts inhérents à la structure de l'époque, critiquée par plusieurs spécialistes et ouvrant ainsi la porte à la concurrence<sup>17</sup>. L'évolution du marché de l'agence Glass Lewis (par rapport à celui d'ISS), établie par Tao Li, démontre l'augmentation continue de la part de marché de cette agence (tableau 1) :

---

12. En Europe, les agences de conseil en vote sont apparues en Suisse. L'une des plus importantes sur le marché européen est Ethos. L'agence franco-helvétique Proxinvest (très écoutée par les médias), l'agence allemande Ivox (fondée par d'anciens salariés d'ISS) et l'agence European Corporate Governance Service (ECGS) peuvent aussi être citées. « [...] A common trait of the European competitors (Ethos, Proxinvest, and Ivox) is that they offer proxy advice almost exclusively for stock companies in their respective countries of origin. » (Lars Klöhn et Philip Schwartz, « The Regulation of Proxy Advisors » (2013) 8:1 Capital Markets L J 90 à la p 92).

13. De telles statistiques n'existent pas au Canada, mais les ACVM semblent considérer que les données sont comparables : ACVM, *supra* note 6. Aux États-Unis, ces parts sont évaluées à 98 %, selon le Center on Executive Compensation : Center on Executive Compensation, « Issues: ISS », en ligne : <[www.execcomp.org/Issues/Issue/proxy-advisory-firms/iss](http://www.execcomp.org/Issues/Issue/proxy-advisory-firms/iss)>; Center on Executive Compensation, « Issues: Glass Lewis », en ligne : <[www.execcomp.org/Issues/Issue/proxy-advisory-firms/glass-lewis](http://www.execcomp.org/Issues/Issue/proxy-advisory-firms/glass-lewis)>.

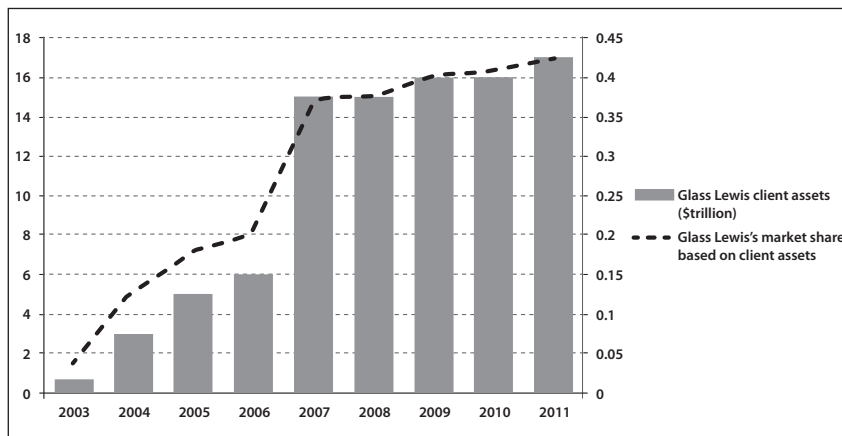
14. Site Web d'ISS, « ISS History » (2017), en ligne : <[www.issgovernance.com/about/iss-history/](http://www.issgovernance.com/about/iss-history/)>.

15. *Ibid.*

16. Site Web de Glass Lewis, « Company Overview » (2016), en ligne : <[www.glasslewis.com/company-overview/](http://www.glasslewis.com/company-overview/)> [Glass Lewis Overview].

17. Gretchen Morgenson, « How to Succeed on Wall Street, Conflict-Free », *The New York Times* (19 décembre 2004), en ligne : <[www.nytimes.com/2004/12/19/business/yourmoney/how-to-succeed-on-wall-street-conflictfree.html](http://www.nytimes.com/2004/12/19/business/yourmoney/how-to-succeed-on-wall-street-conflictfree.html)>.

**Tableau 1**  
**Évolution de la part de marché de l'agence Glass Lewis de 2003 à 2011<sup>18</sup>**



Vendue dans un premier temps à une firme japonaise (Xinhua Finance)<sup>19</sup>, l'agence Glass Lewis l'a été, dans un second temps, à l'Ontario Teachers' Pension Plan Board<sup>20</sup>. Aujourd'hui, l'entreprise Glass Lewis conseille plus de 1 200 investisseurs sur plus de 20 000 assemblées d'actionnaires<sup>21</sup>.

18. Tao Li, «Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry» (2013) ECGI Finance Document de travail n° 389/2013 à la p 35. L'ordonnée de gauche indique le total des actifs des clients de l'agence Glass Lewis. L'ordonnée de droite représente la part de marché de l'agence, calculée sur la même période et de la manière suivante : total des actifs des clients de Glass Lewis / (total des actifs des clients d'ISS + total des actifs des clients de Glass Lewis).

19. «2 Executives quit Glass Lewis, Proxy Advisory Firm», *The New York Times* (22 mai 2007), en ligne : <[www.nytimes.com/2007/05/22/technology/22iht-proxy.1.5822079.html](http://www.nytimes.com/2007/05/22/technology/22iht-proxy.1.5822079.html)>; Deborah Brewster, «Glass Lewis Sold in \$46M Deal», *Financial Times* (5 octobre 2007), en ligne : <[www.ft.com/content/4de4c5ec-73ab-11dc-abf0-0000779fd2ac](http://www.ft.com/content/4de4c5ec-73ab-11dc-abf0-0000779fd2ac)>.

20. *Ibid.*

21. Glass Lewis Overview, *supra* note 16.



**4. Rôle auprès des investisseurs institutionnels :** Une mutation a eu lieu dans l'actionnariat des grandes entreprises<sup>22</sup> : les nouveaux actionnaires « [...] *bear no resemblance to the paradigm of largely powerless and passive individual retail stockholders* »<sup>23</sup>. Le visage historique et traditionnel de l'actionnaire « petit porteur » (personne individuelle ou ménage)<sup>24</sup> détenant des actions d'entreprises cède progressivement le pas à celui de l'investisseur institutionnel<sup>25</sup>. Le remplacement de l'actionnariat individuel par la gestion collective des investisseurs institutionnels<sup>26</sup> est un phénomène qui ne cesse de s'accroître depuis le milieu des années 1950<sup>27</sup>, entraînant *de facto* une concentration de l'actionnariat<sup>28</sup> aux conséquences incertaines<sup>29</sup>. En ce sens, les autorités canadiennes en valeurs mobilières (ci-après « ACVM ») estimaient, en 2012, selon une moyenne basée sur un grand nombre d'émetteurs, que 32 % des actions cotées à la bourse de

---

22. Les grandes entreprises concernées sont les sociétés cotées, qu'elles soient à actionnariat concentré ou dispersé. Sur la base de la *Loi [québécoise] sur les valeurs mobilières*, RLRQ, c V-1.1; 1981, c 48; 2001, c 38, art 1, ces sociétés, qui ont fait appel publiquement à l'épargne, sont qualifiées d'émetteurs assujettis (arts 5 et 68).

23. Jack Jacobs, « Some Legal and Policy Implications of the New Shareholder Paradigm » (2014) 22:2 *The Corporate Governance Advisor* 1 à la p 2 [Jacobs, « Policy Implications »].

24. Voir Jacobs, « Policy Implications », *ibid*, qui met en lumière cette perception qui existe en droit états-unien.

25. Eric John Finseth, « Shareholder Activism by Public Pension Funds and the Rights of Dissenting Employees Under the First Amendment » (2010) 34:1 *Harv JL & Pub Pol'y* 289 aux pp 289–91; Dominique Plihon, « Les investisseurs institutionnels, nouveaux acteurs de la finance internationale » (1999) 289 *Cahiers français* 33.

26. L'OCDE définit les investisseurs institutionnels de la manière suivante : « [...] *financial institutions that accept funds from third parties for investment in their own name but on such parties' behalf* » (Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD), *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, OECD Publishing, 2011 à la p 9) [OECD, 2011].

27. Donald E Farrar et Lance Girton, « Institutional Investors and Concentration of Financial Power: Berle and Means Revisited » (1981) 36:2 *The Journal of Finance* 369 à la p 379.

28. Gerald F Davis, « A New Finance Capitalism? Mutual Funds and Ownership Re-Concentration in the United States » (2008) 5:1 *European Management Rev* 11.

29. Ben W Heineman Jr et Stephen Davis, « Are Institutional Investors Part of the Problem or Part of the Solution? — Key Descriptive and Prescriptive Questions About Shareholders' Role in US Public Equity Markets » (2011) *Committee for Economic Development and Millstein Center for Corporate Governance and Performance at Yale School of Management, Document de travail*, en ligne : <[web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/80235\\_CED\\_WEB.pdf](http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/80235_CED_WEB.pdf)>.

Toronto étaient détenues par des investisseurs institutionnels<sup>30</sup>. Plus récemment, Bloomberg a relevé que la moyenne de détention de titres des investisseurs institutionnels, en août 2010, sur le marché S&P/TSX 60 Index était de 56,79 %<sup>31</sup>. Pour le président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (ci-après « CVMO »), « [t]he most significant change — which should come as no surprise to those in this audience — is the increase in institutional ownership as more individual investors choose to save through intermediaries rather than invest directly in the capital markets »<sup>32</sup>. Aux États-Unis, la part des actions en circulation, détenue par les investisseurs institutionnels en 2016, aurait atteint 70 % (une hausse de 2 % depuis 2015), selon le plus récent rapport de ProxyPulse<sup>33</sup>. Pour la Securities Industry and Financial Market Association (SIFMA), le pourcentage avancé serait de 62,7 % pour 2015<sup>34</sup>, dont 20,5 % seraient détenues par les fonds communs de placement<sup>35</sup>. En 2009, la détention de la propriété des investisseurs institutionnels dans les plus grandes entreprises états-uniennes était déjà considérable, comme le révèle l'étude de Tonello et Rabimov (tableau 2).

---

30. ACVM, *supra* note 6 à la p 4.

31. Étude citée dans Hansell et al, *supra* note 6 à la p 6. En 2007, une autre étude a évalué qu'en moyenne, 59,1 % des actions émises par les émetteurs canadiens étaient détenues par des investisseurs institutionnels (Reena Aggarwal et al, « Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors » (2011) 100:1 Journal of Financial Economics 154, en ligne : <[www.novasbe.unl.pt/images/novasbe/files/file\\_10361\\_2\\_1319021674.pdf](http://www.novasbe.unl.pt/images/novasbe/files/file_10361_2_1319021674.pdf)>).

32. Howard Wetston, président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO), « The Role of Shareholders in Addressing the Governance Challenges of Today's Capital Markets », Annual Public Meeting of the Canadian Coalition for Good Governance, présentée à McMillan LLP à Toronto, 10 juin 2015 [non publiée] à la p 3, en ligne : <[www.osc.gov.on.ca/documents/en/News/sp\\_20150610\\_hw-remarks-ccgg-role-shareholders.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/News/sp_20150610_hw-remarks-ccgg-role-shareholders.pdf)>.

33. ProxyPulse, *2016 Proxy Season Review*, 3<sup>e</sup> éd, Broadridge Investor Communication Solutions et Pricewater Coopers LLP, 2016, en ligne : <[media.broadridge.com/documents/Broadridge-ProxyPulse-3rd-Edition-2016.pdf](http://media.broadridge.com/documents/Broadridge-ProxyPulse-3rd-Edition-2016.pdf)>. Aux États-Unis, 72 % des actions des plus grosses sociétés étaient détenues par ces investisseurs en 2009, selon une étude : Bryce C Tingle, « Bad Company! The Assumptions Behind Proxy Advisors' Voting Recommendations » (2014) 37:2 Dalhousie LJ 709 à la p 715 [Tingle, « Bad Company! »].

34. Securities Industry and Financial Market Association, *2016 Fact Book*, New York, SIFMA Research Department, 2016 à la p 83.

35. *Ibid.* De son côté, l'Investment Company Institute avance que 31 % des actions en circulation de compagnies états-uniennes sur le marché national seraient détenues par des sociétés d'investissement. Sur ces 31 %, 25 % seraient attribuables aux fonds communs de placement. Voir Investment Company Institute, *2016 Investment Company Fact Book: A Review of Trends and Activities in the US Investment Company Industry*, 56<sup>e</sup> éd, Washington (DC), 2016 à la p 15, en ligne : <[www.ici.org/pdf/2016\\_factbook.pdf](http://www.ici.org/pdf/2016_factbook.pdf)>.

**Tableau 2**  
**Pourcentage de détention des actions aux États-Unis<sup>36</sup>**

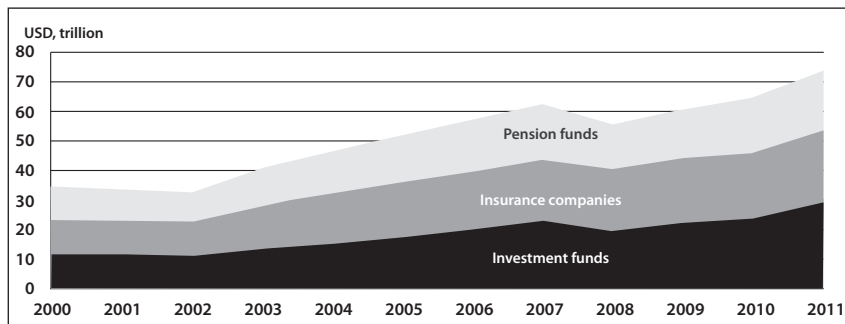
Entreprises classées par taille	Détention moyenne par les investisseurs institutionnels en 2009
Top 50	63,7 %
Top 100	66,9 %
Top 250	69,3 %
Top 500	72,8 %
Top 750	73,9 %
Top 1000	73,0 %

Cette tendance dépasse largement l'Amérique du Nord. Dans une étude comparative menée dans 17 pays, l'Organisation de coopération et de développement économique (ci-après « OCDE ») a observé la montée en puissance croissante de l'investissement institutionnel : « [...] *within the OECD (17) area, institutional investors recorded increases in their assets with a yearly average of 6.6 per cent over the period 1995–2005. Total institutional investors' assets in the OECD area amounted to more than US\$40.3 trillion in 2005, corresponding to 162.6 per cent of GDP* »<sup>37</sup>. Confirmant ces données chiffrées, une autre étude de la même organisation, publiée en 2013, a relevé que les actifs gérés par les investisseurs institutionnels dits « traditionnels » (fonds de pension, sociétés d'assurance et fonds d'investissement) n'avaient cessé de croître depuis 2000 (tableau 3).

36. Ce tableau est une traduction libre de celui présenté dans l'étude suivante : Matteo Tonello et Stephan Rahim Rabimov, « The 2010 Institutional Investment Report: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition » (2010), The Conference Board Research Report R-1468-10-RR à la p 27, tableau 13.

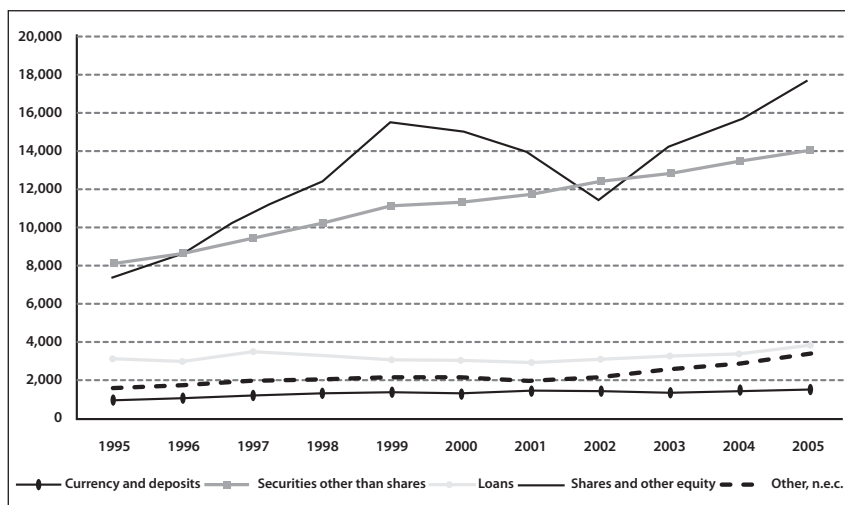
37. Eric Gonnard, Eun J Kim et Isabelle Ynesta, « Recent Trends on Institutional Investors Statistics » (2008) 20:2 OECD Journal: Financial Market Trends 1 à la p 3.

**Tableau 3**  
**Total des actifs placés sous la gestion**  
**des investisseurs institutionnels traditionnels<sup>38</sup>**



Dans le même sens, un rapport comparatif de 2008, établi par l'OCDE, avait déjà souligné que le poids des actions et autres titres détenus par les investisseurs institutionnels avait crû considérablement depuis le milieu des années 1990, avec une moyenne de 9,1 % (tableau 4).

**Tableau 4**  
**Évolution des actifs financiers des investisseurs institutionnels**  
**de 1995 à 2005<sup>39</sup>**



38. Serdar Çelik et Mats Isaksson, «Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?» (2013) OECD Corporate Governance, Document de travail n° 11 à la p 10.

39. Gonnard, Kim et Ynesta, *supra* note 37 à la p 8.

**5. Influence des recommandations :** Les recommandations des agences de conseil en vote, si elles sont suivies par les investisseurs institutionnels, peuvent avoir une incidence sur le résultat lors des votes des assemblées des actionnaires. En général, les investisseurs institutionnels votent dans le même sens que la recommandation émise par les agences<sup>40</sup>, même si cette tendance est en diminution<sup>41</sup>. L'impact précis et détaillé des agences a fait l'objet de plusieurs études, et les résultats varient beaucoup selon les recommandations données, le type d'émetteur<sup>42</sup>, la détention d'actions, l'importance de la décision<sup>43</sup> ou le coût et les bénéfices de la collecte d'information<sup>44</sup>. Ces travaux démontrent ainsi que les investisseurs ne suivent pas aveuglément les conseils des agences en matière d'exercice du vote<sup>45</sup>. Cependant, il est estimé que les recommandations influencent de 6 à 25 % des votes exercés lors d'une assemblée<sup>46</sup>. Cette influence se constate aussi dans les sociétés, puisque la plupart d'entre elles modifient leurs

---

40. ACVM, *supra* note 6 à la p 4.

41. Hansell et al, *supra* note 6 à la p 92; ACVM, *supra* note 6 aux pp 6 et s.

42. Tingle, « Bad Company! », *supra* note 33 aux pp 718–20; Joerg-Markus Hitz et Nico Lehmann, « Empirical Evidence on the Role of Proxy Advisors in European Markets », *European Accounting Review* (31 mars 2017); Stephen J Choi, Jill E Fisch et Marcel Kahan, « The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality? » (2010) 59:4 Emory LJ 869 [Choi, Fisch et Kahan, « Myth or Reality? »]; Nadya Malenko et Yao Shen, « The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design » (2016) 29:12 Review of Financial Studies 3394.

43. Les investisseurs suivent moins les recommandations quand ils ont beaucoup d'actions dans la société ou que la décision est importante: Michael C Schouten, « Do Institutional Investors Follow Proxy Advice Blindly? », janvier 2012 [non publié].

44. George W Dent Jr, « A Defense of Proxy Advisors » (2014) 2014:5 Mich St L Rev 1287 à la p 1303.

45. Les auteurs suivants soulignent que les investisseurs ne sont pas de simples marionnettes: Joseph A McCahery, Zacharias Sauntner et Laura T Starks, « Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors » (2016) 71:6 J of Fin 2905; Sean McGinty et Konari Uchida, *What Roles Proxy Advisors Play: Evidence from International Comparison*, 2015, [non publié], en ligne: SSRN <papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\_id=2666078>; Yonca Ertimur, Fabrizio Ferri et David Oesch, « Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay » (2013) 51:5 Journal of Accounting Research 951; Lettre d'Ann Yerger, Executive Director Council of Institutional Investors, au US House of Representatives Committee on Financial Services Subcommittee on Capital Markets and Government Sponsored Enterprises, (5 juin 2013), à la p 3, en ligne: <www.cii.org/files/publications/misc/06\_05\_13\_cii\_proxy\_advisor\_hearing\_submission\_ann\_yerger.pdf>; É-U, United States Government Accountability Office, *Corporate Shareholder Meetings: Issues Relating to Firms That Advise Institutional Investors on Proxy Voting*, (GAO-07-765), 2007 à la p 5.

46. Cette tendance serait exacerbée dans le cadre de recommandations données à l'échelle internationale, car il est plus difficile pour l'investisseur de s'informer lui-même (Robyn Bew et Richard Fields — Tapestry Network inc, IRRC Institute, *Voting Decisions at US Mutual Funds: How Investors Really Use Proxy Advisers*, Waltham (Mass), Tapestry Networks, 2012, en ligne: <irrcinstitute.org/wp-content/uploads/2015/09/Voting\_Decisions\_at-US\_Mutual\_Funds1.pdf>. Voir aussi Proxy

propositions en fonction des politiques publiées par les agences de conseil en vote<sup>47</sup>. Une telle influence ne susciterait pas autant de débats si les agences de conseil en vote n'apparaissaient pas comme une réalité que les législateurs et les régulateurs nationaux et internationaux ont longtemps ignorée.

**6. Des questionnements réglementaires :** Dans un tel contexte, il n'est pas surprenant que l'encadrement réglementaire des agences de conseil en vote ait fait l'objet d'un large débat<sup>48</sup>. Aux États-Unis, si les critiques à l'égard des agences de conseil en vote ne sont pas nouvelles, la préoccupation de la SEC à propos de leur influence l'est<sup>49</sup>. La SEC s'est intéressée aux agences de conseil en vote à compter de 2010, lors d'une consultation publique relative à l'ensemble du système de votes par procuration<sup>50</sup>. Au Canada, les ACVM se sont préoccupées de l'encadrement des agences en 2012 par l'entremise d'une consultation sur les divers enjeux réglementaires que soulèvent les agences<sup>51</sup>. En 2013, la SEC s'est de nouveau penchée sur les problématiques liées aux agences de conseil en vote, lors d'une table ronde regroupant les divers acteurs du marché états-unien<sup>52</sup>. Les mêmes problèmes ont été soulevés au Canada et aux États-Unis : la présence de conflits d'intérêts inhérents à la structure des agences de conseil

---

Insight, « Don't Shoot the Messenger. Proxy Insight Reveals the Real Influence of Proxy Advisers » (2017) 1:1 Proxy Monthly 6, en ligne : <[www.proxyinsight.com/research/Proxy%20Monthly%20January%202017\\_310117050331.pdf](http://www.proxyinsight.com/research/Proxy%20Monthly%20January%202017_310117050331.pdf)>.

47. Tingle, « Bad Company! », *supra* note 33 à la p 726.

48. Tamara C Belinfanti, « The Proxy Advisory Industry – A Time for Change? », *Cayman Financial Review* (28 juillet 2010), en ligne : <[www.caymanfinancialreview.com/2010/07/28/the-proxy-advisory-industry/](http://www.caymanfinancialreview.com/2010/07/28/the-proxy-advisory-industry/)> [Belinfanti, « A Time for Change? »]. Pour une synthèse de l'évolution réglementaire, voir James K Glassman et Charles H Peirce, *How Proxy Advisory Services Became so Powerful*, Mercatus on Policy, 2014 à la p 3. Pour des articles de presse sur ce débat, voir notamment Laurence Boisseau, « Les agences de conseil en vote vont être plus encadrées », *Les Échos* (1<sup>er</sup> octobre 2015); Tim Kiladze, « Regulators Put Spotlight on Proxy Advisers, Ask for Public Feedback », *The Globe and Mail* (21 juin 2012); Chris Kentouris, « Proxy Advisory Firms: To Regulate or Not? », *Financial Planning* (13 décembre 2010); Gregory J Millman, « The Morning Risk Report: Regulating Proxy Advisors Has Side-Effects », *The Wall Street Journal (Risk & Compliance Journal)* (22 août 2008).

49. Belinfanti, « A Time for Change? », *supra* note 48.

50. *Concept Release on the US Proxy System*, 75 Fed Reg 42982 (2010) (sera codifié 17 CFR § 240, 270, 274 et 275) [*Concept Release*].

51. Pour des articles de presse sur le sujet, voir Julius Melnitzer, « Canada May Regulate Proxy Advisor Firms », *Financial Post (Legal Post)* (22 juin 2012); Barbara Shecter, « CSA Investigates Regulating Proxy Advisory Firms », *Financial Post (FP Street)* (21 juin 2012).

52. SEC, *Proxy Advisory Services Roundtable*, 2013, en ligne : <[www.sec.gov/spotlight/proxy-advisory-services.shtml](http://www.sec.gov/spotlight/proxy-advisory-services.shtml)>.

en vote dominantes; le manque de transparence; l'absence d'obligations fiduciaires ou d'intérêts financiers<sup>53</sup>; les ressources limitées des agences de conseil en vote pour analyser la grande quantité de votes tenus sur une courte période de temps aux États-Unis<sup>54</sup>; et l'approche *uniforme*<sup>55</sup>. En Europe, à la suite d'une position de l'Autorité européenne des marchés financiers (ci-après « AEMF »)<sup>56</sup> de 2013, la directive sur les droits des actionnaires<sup>57</sup> vient d'être modifiée, conformément au Plan d'action publié en décembre 2012 par la Commission européenne<sup>58</sup>, en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires<sup>59</sup>. Dans ce texte, l'Union européenne a décidé de soumettre les agences de conseil en vote à des exigences de transparence, qui demeurent cependant non contraignantes. Sur le plan international, l'OCDE a intégré, dans ses *Principes de gouvernement d'entreprise*, un nouveau principe intitulé « Investisseurs institutionnels, marchés boursiers et autres intermédiaires ». En vertu de ce principe qui porte sur la chaîne d'investissements, le régime de gouvernance d'entreprise devrait permettre de veiller à ce que les chargés de procurations, analystes, courtiers, agences de notation et autres intervenants, produisant des analyses ou dispensant des avis utiles aux décisions des investisseurs, fassent

---

53. James K Glassman et J W Verret, « Fixing the Broken Proxy System », *Bloomberg View* (23 avril 2013) à la p 19.

54. *Ibid* à la p 17.

55. *Ibid*.

56. European Securities and Markets Authority, *Final Report: Feedback Statement on the Consultation Regarding the Role of the Proxy Advisory Industry*, Paris (Fr), ESMA, 2013, en ligne : <[www.ecgi.org/tcgd/2013/documents/ESMA\\_2013\\_84.pdf](http://www.ecgi.org/tcgd/2013/documents/ESMA_2013_84.pdf)>. La position de l'AEMF a débouché sur des travaux d'un comité de l'industrie qui a publié un code en mars 2014 : The Best Practice Principles Group Under the Chairmanship of Dr Zetzsche, *Best Practice Principles for Shareholder Voting Research*, Manifest Information Services, 2014 à la p 11, en ligne : <[bpggrp.info/wp-content/uploads/2014/03/BPP-ShareholderVoting-Research-2014.pdf](http://bpggrp.info/wp-content/uploads/2014/03/BPP-ShareholderVoting-Research-2014.pdf)>. Pour des commentaires, voir Konstantinos Sergakis, « ESMA et agences de conseil en vote : un rapprochement délicat à la recherche d'une transparence volontaire » (2013) 2013:4 Bull Joly Bourse 198; Stéphane Torck, « Rapport final de l'ESMA sur les agences de conseil en vote » (2013) 2013:5 Dr sociétés 87.

57. CE, *Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées*, [2007] JO, L 184/17 à la p 17 [*Directive 2007/36/CE*].

58. CE, *Plan d'action*, *supra* note 4.

59. CE, *Directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires*, [2017] PE-CONS 2/2/17 Rev 2, en ligne : <[eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CONSIL:PE\\_2\\_2017\\_REV\\_2&qid=1495250792204&from=FR](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CONSIL:PE_2_2017_REV_2&qid=1495250792204&from=FR)> [*Directive du Parlement européen modifiant la directive 2007/36/CE*]. Pour un commentaire, voir Peter Böckli, Paul L Davies, Eilis Ferran et al, « Shareholder Engagement and Identification: European Company Law Experts » (2015) 1 RTDF 52.

état des conflits d'intérêts susceptibles de porter atteinte à l'intégrité de leurs analyses et de leurs avis, et qu'ils les minimisent<sup>60</sup>.

**7. Plan de l'étude :** Le rôle et l'influence des agences de conseil en vote soulèvent beaucoup de controverses<sup>61</sup>. D'un côté, les agences contribuent à renforcer le pouvoir de l'assemblée et facilitent la participation des investisseurs institutionnels à la gouvernance des entreprises. D'un autre côté, les agences se voient reprocher leurs analyses peu différenciées, les risques de conflits d'intérêts dont elles sont porteuses et leur trop grande influence. Dans une première partie sont présentés certains questionnements touchant la gouvernance d'entreprise que renouvelle l'intervention des agences de conseil en vote. Alors que les actionnaires voient leur rôle accru et que des normes de comportement s'imposent à eux dans certains cas, les agences de conseil en vote fournissent des services qui s'avèrent précieux (I). La deuxième partie traite de l'intervention des agences de conseil en vote, laquelle soulève des interrogations relativement à leur fonctionnement interne, aux conflits d'intérêts les touchant, au fait qu'elles ne sont pas responsables des conséquences négatives de leurs conseils sur la valeur d'une société et à l'absence d'obligation envers des actionnaires des sociétés (II). Dans une troisième partie, le présent article expose une analyse comparative sur les approches réglementaires adoptées au Canada, aux États-Unis, en Europe et en France, et porte un regard critique sur la position prise par le Canada, en mettant en lumière ses lacunes (III). Quelques mots soulignant les effets positifs des agences de conseil en vote et la nécessité de poursuivre la réflexion sur leur encadrement concluent la présente étude (IV).

## I. ENJEUX EN TERMES DE GOUVERNANCE

**8.** « *Proxy advisory firms [...] are the most prominent new feature of how the West governs its public companies* »<sup>62</sup>. L'utilisation des services des agences de conseil en vote par les entreprises, les conseils d'administration et les hauts dirigeants soulève d'intéressantes questions sur le

---

60. OCDE, *Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE*, Paris, OCDE, 2015, ch 3 (D) à la p 37.

61. Par exemple, voir Ronald Orol, « Mylan Ex-CEO and Glass Lewis Debate Proxy Adviser Power », *The Street* (8 janvier 2015); Tilleux, *supra* note 3.

62. Bryce C Tingle, « The Agency Cost Case for Regulating Proxy Advisory Firms » (2016) 49:2 UBC L Rev 725 aux pp 725–26.



terrain de la gouvernance<sup>63</sup>. En plus des réserves tenant aux méthodes de travail des agences et à leur faible concurrence<sup>64</sup>, leur réglementation ne peut être débattue qu'en ayant conscience d'une réalité: les actionnaires, devenus des investisseurs institutionnels, se sont vu progressivement reconnaître un rôle à jouer dans le gouvernement des entreprises (A), rôle qu'ils ont dû assumer (B et C)<sup>65</sup> et pour lequel le recours aux agences s'est imposé (D).

## A. Débat sur la passivité des actionnaires

9. L'émergence des grandes sociétés par actions, décrite par Alfred Chandler à propos des chemins de fer<sup>66</sup>, a modifié le comportement des actionnaires. Ainsi, lorsque le modèle de la société par actions s'est répandu au début du XX<sup>e</sup> siècle, l'entreprise familiale a laissé place à la société par actions moderne, structurée selon un modèle de gestion ayant dispersé fortement l'actionnariat<sup>67</sup>. Dans ce modèle, ce sont les dirigeants « professionnels » qui s'investissent dans la gestion de l'entreprise, alors que l'atomisme actionnarial engendre une passivité généralisée des actionnaires<sup>68</sup>. Par rapport au poids qu'il représente,

---

63. L'auteur qui suit considère, en ce sens, que l'influence croissante des agences de conseil en vote pose des questions troublantes pour l'avenir de la gouvernance: Barry Critchley, « Work by Proxy Advisory Firms Just Not Good Enough, Sheritt Shareholder Says », *Financial Post (FP Street)* (25 avril 2014).

64. Parmi une vaste littérature, voir Asaf Eckstein, « Great Expectations: The Peril of an Expectations Gap in Proxy Advisory Firm Regulation » (2015) 40:1 *Del J Corp L* 77 à la p 95; le commissaire Michael S Piowar, allocution d'ouverture, Proxy Advisory Services Roundtable, présentée au siège social de SEC à Washington (DC), 5 décembre 2013, en ligne: <[www.sec.gov/news/public-statement/2013-12-05-opening-statement-roundtable-mps](http://www.sec.gov/news/public-statement/2013-12-05-opening-statement-roundtable-mps)>; Klöhn et Schwartz, *supra* note 12 à la p 95; Mémoire du FSC Majority Committee Staff aux Members of the Committee on Financial Services (31 mai 2013) à la p 3; Édouard Dubois, « Shareholders' General Meetings and the Role of Proxy Advisors in France and Japan » (2011) 4 *Kyushu J Int'l Leg Stud* 56, en ligne: SSRN <[papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2114359](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2114359)>. Mais, « [...] the readiness of investors to support more than a few advisory firms remains unclear » (Li, *supra* note 18 à la p 13).

65. Jack B Jacobs, « The Eugene P and Delia S Murphy Conference on Corporate Law: Does the New Corporate Shareholder Profile Call for a New Corporate Law Paradigm? » (2012) 18:1 *Fordham J Corp & Fin L* 19.

66. Alfred D Chandler Jr, *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Cambridge (Mass), Harvard University Press, 1993 à la p 87.

67. Pierre-Yves Gomez et Harry Korine, *Entrepreneurs and Democracy: A Political Theory of Corporate Governance*, Cambridge (R-U), Cambridge University Press, 2008 aux pp 99 et s; Adolf A Berle et Gardiner C Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 9<sup>e</sup> éd, New Brunswick (É-U): Londres (R-U), Transaction Publishers, 2007 aux pp 4 et s.

68. Adolph Berle évoque une propriété passive des actionnaires (Adolph A Berle, « For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note » (1932) 45:8 *Harv L Rev* 1365 à la p 1370). Voir aussi Berle et Means, *supra* note 67 aux pp 5 et s.

l'actionnaire minoritaire n'a finalement pas intérêt à faire des efforts pour influencer la direction d'une entreprise qu'il ne contrôle pas<sup>69</sup>. L'actionnaire préfère appliquer la *Wall Street Rule* et voter avec « ses pieds », en cédant ses titres<sup>70</sup>.

**10.** La place croissante qu'occupent les investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises ouvre la voie à un rôle différent des actionnaires. Ils deviennent activistes<sup>71</sup> et participent davantage à la gouvernance des entreprises<sup>72</sup>. Aux États-Unis, le guide de gouvernance d'entreprise du New York Stock Exchange (ci-après « NYSE ») confirme la place qu'occupe aujourd'hui l'activisme<sup>73</sup>. Plusieurs auteurs ont mis en lumière que des années 1980 à 2000, certains types d'investisseurs institutionnels ont commencé à utiliser leur pouvoir économique et financier pour faire entendre leur voix<sup>74</sup>. Il en va ainsi au

---

69. Bernard S Black, « Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States » dans Peter Newman, dir, *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol 3, London (R-U), Palgrave Macmillan, 1998, 459 à la p 459 [Black, « Shareholder Activism »]. Voir aussi David Yermack, « Shareholder Voting and Corporate Governance » (2010) 2 Annu Rev Financ Econ 103.

70. Albert O Hirschman, *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge (Mass), Harvard University Press, 1972.

71. Sur les différents types d'activisme, voir John C Coates IV, « Thirty Years of Evolution in the Roles of Institutional Investors in Corporate Governance » dans Jennifer G Hill et Randall S Thomas, dir, *The Research Handbook on Shareholder Power*, Cheltenham (R-U): Northampton (Mass), Edgar Elgar Publishing, 2015, 79 aux pp 84 et s.

72. Un article « classique » établissant une augmentation du nombre d'investisseurs institutionnels votant en assemblée annuelle est celui de Bernard S Black : « Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice » (1992) 39:4 UCLA L Rev 811. Voir aussi Chris Pierce, « Trends in Corporate Governance » dans Richard Leblanc, dir, *The Handbook of Board Governance: A Comprehensive Guide for Public, Private, and Not-for-Profit Board Members*, Hoboken (NJ), Wiley, 2016, 46 à la p 62; Marco Becht et al, « Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund » (2009) 22:8 Rev Fin Stud 3093; Randall S Thomas, « The Evolving Role of Institutional Investors in Corporate Governance and Corporate Litigation » (2008) 61:2 Vand L Rev 299; Stuart L Gillan et Laura T Starks, « The Evolution of Shareholder Activism in the United States » (2007) 19:1 Journal of Applied Corporate Finance 55; Stephen M Bainbridge, « Shareholder Activism and Institutional Investors » (2005) UCLA School of Law, Document de recherche n° 05-20; Bernard S Black et John C Coffee Jr, « Hail Britannia? Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation » (1994) 92:7 Mich L Rev 1997; Bernard S Black, « Shareholder Passivity Reexamined » (1990) 89:3 Mich L Rev 520; Bernard S Black, « The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence » (1992) 39:4 UCLA L Rev 895.

73. Citi Corporate and Investment Banking, « Chapter 34: Key Strategies of Activist Investors » dans NYSE Governance Services, dir, *NYSE: Corporate Governance Guide*, Londres (R-U), White Page Ltd, 2014, 238 aux pp 238-43.

74. Koussay Ammar, *Le rôle des investisseurs institutionnels dans la gouvernance des sociétés cotées*, mémoire de DEA Sc G Université Montesquieu-Bordeaux IV, 2003 [non publié].

Canada<sup>75</sup>. Le président de la CVMO a souligné, à ce sujet, que : « *The increase in shareholder activism, especially by hedge funds, has become the subject of intense debate as to its effect on the long-term value of our public companies* »<sup>76</sup>. Par exemple, les interventions menées au Canada par certains investisseurs institutionnels (comme les fonds de couverture ou fonds spéculatifs appelés *hedge funds* en anglais)<sup>77</sup> contre les entreprises inscrites en bourse se sont multipliées au cours de la dernière décennie, pour passer de 27 en 2000 à 320 en 2014<sup>78</sup>. L'activisme des fonds de couverture<sup>79</sup> est devenu l'une des caractéristiques de la gouvernance canadienne d'entreprise<sup>80</sup>.

---

75. Au sujet de la croissance de l'activisme actionnarial au Canada, voir Julie Biron, *L'activisme actionnarial: une perspective canadienne*, thèse de doctorat en droit, Université de Montréal, 2011 [non publiée] aux pp 219 et s; plus ancien : Gil Yaron, « Canadian Institutional Shareholder Activism in an Era of Global Deregulation » dans Janis Sarra, dir, *Corporate Governance in Global Capital Market*, Vancouver (C-B), UBC Press, 2003, 111 à la p 117; Stephen I Erlichman, « Canadian Institutional Investors Activism in the 21<sup>st</sup> Century: The Sleeping Giants Awaken » dans Anita I Anand et William F Flanagan, dir, *The Corporation in the 21st Century*, Kingston (Ont), Queen's Annual Business Law Symposium, 2002, 199; Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, « De la passivité à l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des corporations: le reflet de la diversité des facteurs d'influence » (1997) 42:4 RD McGill 863; Stéphane Rousseau, « L'influence des investisseurs institutionnels sur la régie d'entreprise au Canada » (1996) 37:2 C de D 305; Patricia A Koval, « Trends in Canadian Shareholder Activism » dans The Canadian Institute, dir, *Duties and Liabilities of Officers and Directors*, Toronto (Ont), Toronto University Press, 1992, 1. Pour un article de presse, voir notamment Boyd Erman, « New Investors Activism a Tug of War Between Upside, Pitfalls », *The Globe and Mail* (22 novembre 2012) à la p B2.

76. Wetston, *supra* note 32 à la p 9. Selon l'Office québécois de la langue française, un fonds de couverture ou fonds spéculatif (*hedge fund*) est un fonds d'investissement habituellement considéré comme étant très risqué, portant principalement sur des produits à effet de levier particulièrement élevé, c'est-à-dire permettant, pour des mises limitées, d'opérer sur des montants beaucoup plus importants, mais avec des risques considérables, et dont les stratégies sont très diversifiées et différentes de celles habituellement employées par les gestionnaires de fonds de placement traditionnels. En droit des valeurs mobilières, les *hedge funds* relèvent de la catégorie des fonds d'investissement (*Loi sur les valeurs mobilières, supra* note 22, art 5).

77. Jim McGovern et Gary Ostoich, *Hedge Fund Industry in Canada*, Toronto, Senate of Canada Briefing, ALMA Canada, 8 juin 2005 à la p 2. Au sujet de l'accroissement de la part des fonds de couverture dans l'indice S&P/TSX, voir Hansell et al, *supra* note 6 à la p 10.

78. Gérard Bérubé, « L'action des actionnaires activistes est déstabilisante », *Le Devoir* (7 janvier 2015), en ligne : <[www.ledevoir.com/economie/actualites-economiques/428216/rapport-de-l-igopp-l-action-des-actionnaires-activistes-est-destabilisante](http://www.ledevoir.com/economie/actualites-economiques/428216/rapport-de-l-igopp-l-action-des-actionnaires-activistes-est-destabilisante)>.

79. Si l'Office québécois de la langue française traduit l'expression « *hedge fund* » par « fonds spéculatif », « fonds d'investissement spéculatif » ou « fonds de placement spéculatif » (site de l'Office québécois de la langue française, définition de « Fonds spéculatif — *Hedge fund* », Fiche terminologique, 2011, en ligne : <[www.granddictionnaire.com/ficheOqlf.aspx?ld\\_Fiche=26508699](http://www.granddictionnaire.com/ficheOqlf.aspx?ld_Fiche=26508699)>), l'Autorité des marchés financiers renvoie à l'expression de « fonds de couverture » (AMF, définition de « Fonds de couverture », en ligne : <[lautorite.qc.ca/grand-public/investissements/fonds-dinvestissement/fonds-de-couverture/](http://lautorite.qc.ca/grand-public/investissements/fonds-dinvestissement/fonds-de-couverture/)>).

80. Brian R Cheffins, *Hedge Fund Activism Canadian Style*, (2013) University of Cambridge Faculty of Law, Document de recherche n° 3/2013.

**11.** Néanmoins, certains auteurs ont des réserves sur cet activisme<sup>81</sup>. À l'instar de ce que démontrent certaines études, la crise financière de 2007–2008 peut être attribuée, en partie, au fait que les actionnaires-investisseurs institutionnels ne se sont pas comportés comme des propriétaires<sup>82</sup>. Cette passivité a été confirmée par la Commission européenne dans son *Livre vert* de 2011 : « [L]e cadre régissant la gouvernance d'entreprise part de l'hypothèse que les actionnaires s'impliquent dans l'entreprise [...]. Or, il apparaît que la plupart des actionnaires restent passifs et ne s'intéressent souvent qu'aux seuls bénéfices à court terme »<sup>83</sup>. La révision de la directive sur les droits des actionnaires, entamée en 2014, en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires<sup>84</sup>, se justifie précisément par une déficience majeure observée dans les sociétés cotées européennes : le niveau de contrôle insuffisant des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs<sup>85</sup>.

## B. Avancée de la démocratie actionnariale

**12.** L'activisme des investisseurs institutionnels et leur engagement émergent s'accompagnent d'un renforcement réglementaire de leurs

---

81. Ian Appel, Todd A Gormley et Donlad B Keim, « Passive Investors, Not Passive Owners » (2016) 121:1 JFE 111. Une analyse des causes de la passivité des actionnaires dépasserait l'objet du présent texte, mais le lecteur pourra se référer à : Edward B Rock, *Institutional Investors in Corporate Governance*, (2015) University of Penn, Inst for Law & Econ, Document de recherche n° 1437; Gabriel A Huppé et Priya Bala-Miller, « Shareholder Passivity: A Viable Explanation for Corporate Governance Failures at Newscorp? », (2012) Carleton Centre for Community Innovation, Document de travail n° 12-01; Black, « Shareholder Activism », *supra* note 69 à la p 460; Stephen J Choi et Jill E Fisch, « On Beyond CalPERS: Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governance » (2008) 61:2 Vand L Rev 315; John C Coffee Jr, « Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor » (1991) 91:6 Colum L Rev 1277 aux pp 1317–28; Roberta Romano, « Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered » (1993) 93:4 Colum L Rev 795.

82. Stephen Davis, J Lukomnik et David Pitt-Watson, « Active Shareowner Stewardship: A New Paradigm for Capitalism » (2009) 2:2 Rotman Intl J of Pension Management 10 à la p 11.

83. CE, *Livre vert : Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE*, [2011] COM (2011) 164 final à la p 3, en ligne : <[www.ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_fr.pdf#page=2](http://www.ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_fr.pdf#page=2)> [CE, *Livre vert*].

84. *Directive du Parlement européen modifiant la directive 2007/36/CE*, *supra* note 59.

85. CE, *Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise*, [2014] COM/2014/0213 final – 2014/0121 (COD) à la p 5, en ligne : <[eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=COM:2014:213:FIN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=COM:2014:213:FIN)>.

pouvoirs<sup>86</sup>. « *This context can mark a paradigm shift for Anglo-American corporate law, from contractarianism and agency theory to what can be described as an “investor paradigm” for corporate law* »<sup>87</sup>. Dans de nombreux pays, le statut des actionnaires a évolué, donnant à la démocratie actionnariale un contenu juridique<sup>88</sup>. « *There have [...] occurred changes in the legal landscape, both judicial and statutory and at the state and federal levels — changes that have empowered institutional investors, wearing their hats as shareholders* »<sup>89</sup>.

**13.** Soutenu par certains spécialistes<sup>90</sup>, le droit de vote des actionnaires a fait l'objet de beaucoup d'initiatives émanant du législateur ou d'autorités boursières telles que la SEC<sup>91</sup> ou les ACVM<sup>92</sup>. Aux États-Unis,

86. Voir, notamment, Hill et Thomas, *supra* note 71; Lisa M Fairfax, *Shareholder Democracy: A Primer on Shareholder Activism and Participation*, Durham (CN), Carolina Academic Press, 2011 [Fairfax, *Shareholder Activism*]; Sabrina Bruno et Eugenio Ruggiero, dir, *Public Companies and the Role of Shareholders: National Models Towards Global Integration*, Netherlands: Londres (R-U), Kluwer Law International, 2011; Lorraine E Talbot, « Shareholder Entitlement, Shareholder Primacy, Shareholder Empowerment », (2010) Warwick School of Law, Document de travail n° 2010-10; Mathias M Siems, *Convergence in Shareholder Law*, Cambridge (R-U), Cambridge University Press, 2008.

87. Dionysia Katelouzou, « Reflections on the Nature of the Public Corporation in an Era of Shareholder Activism and Shareholder Stewardship » (2016) 29 TLI Think! 1.

88. Fairfax, *Shareholder Activism*, *supra* note 86 à la p 141; Colleen A Dunlavy, « Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights » (2006) 63:4 Wash & Lee L Rev 1347; Thomas W Joo, « Comment: Corporate Governance and the “D-Word” » (2006) 63:4 Wash & Lee L Rev 1579; Usha Rodrigues, « The Seductive Comparison of Shareholder and Civic Democracy » (2006) 63:4 Wash & Lee L Rev 1389; Daria T Mitchell, « Shareholders as Proxies: The Contours of Shareholder Democracy » (2006) 63:4 Wash & Lee L Rev 1503; Yves Guyon, « La société anonyme, une démocratie parfaite! » dans Claude Lucas de Leyssac et Gilbert Parléani, dir, *Propos impertinents de droit des affaires*, Paris, Dalloz, 2001, 133.

89. Jacobs, « Policy Implications », *supra* note 23 à la p 3.

90. Lucian Arye Bebchuk, « The Case for Increasing Shareholder Power » (2005) 118:3 Harv L Rev 833.

91. « *Since 2003–2004, some features of the SEC regulatory regime have acted to deepen investment advisers' reliance on proxy advisory firms* » (Daniel M Gallagher, « Outsized Power & Influence: The Role of Proxy Advisors », (2014) Washington Legal Foundation Critical Legal Issues, Document de travail n° 87 à la p 6). Voir aussi David F Larcker, Allan L McCall et Gaizka Ormazabal, « Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms » (2015) 58:1 J L & Econ 173 [Larcker, McCall et Ormazabal, « Outsourcing Shareholder »]. Ces initiatives sont complétées par des évolutions facilitant l'exercice du droit de vote et réduisant les limites techniques à son exercice (apparition du vote majoritaire, déclin du *staggered board*, etc); Cindy C Schipani, Sureyya Burcu Avci et H Nejat Seyhun, « Do Independent Directors Curb Financial Fraud? The Evidence and Proposals for Further Reform » (2017) Ind L J [à paraître], Ross School of Business Paper n° 1352 aux pp 35 et s, en ligne : SSRN <[ssrn.com/abstract=2941507](http://ssrn.com/abstract=2941507)>.

92. Voir la récente publication par les ACVM de la version définitive de l'avis 54-305 du personnel des ACVM, *Protocoles concernant le rapprochement des votes établis en vue d'une assemblée* (les « protocoles définitifs ») afin d'améliorer le processus de compilation des votes par procuration, rattachés aux actions détenues par des d'intermédiaires : ACVM, *Avis 54-305 du personnel*

l'adoption de la réforme *Dodd-Frank*, à l'été 2010, est à souligner puisqu'elle donne aux actionnaires de nouvelles prérogatives<sup>93</sup>. « *More institutional ownership, a trend toward activism, and the Dodd-Frank legislation have all enhanced the power of proxy advisors* »<sup>94</sup>. À ce titre, par exemple, l'article 971 attribue plus de pouvoirs aux actionnaires pour utiliser le mécanisme de sollicitation de procurations de l'*Exchange Act Rule 14a-11*<sup>95</sup>, afin d'effectuer des changements dans la procédure d'élection des administrateurs et de permettre aux actionnaires de proposer un certain nombre de candidats aux postes d'administrateurs<sup>96</sup>. L'article 951 renforce le rôle des actionnaires dans le domaine de la fixation de la rémunération des hauts dirigeants et de l'attribution de parachutes dorés (*say on pay*)<sup>97</sup>; et l'article 957 interdit de son côté aux courtiers d'exercer les votes liés à des titres détenus pour le compte d'une autre personne sans instruction de cette dernière, dans certaines circonstances<sup>98</sup>. Ce mouvement de renforcement des droits des actionnaires

---

des ACVM : protocoles concernant le rapprochement des votes établis en vue d'une assemblée, Avis de publication des ACVM, 26 janvier 2017, en ligne : <lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilières/0-avis-acvm-staff/2017/2017janv26-54-305-avis-acvm-fr.pdf>.

93. É-U, HR Res 4173, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 111<sup>e</sup> Cong, 2010.

94. Glassman et Verret, *How to Fix*, supra note 10 à la p 9.

95. *SEC Shareholder Proposals*, 17 CFR § 240.14a-8 (2013). Cet article définit la procédure par laquelle les actionnaires peuvent présenter des propositions à l'assemblée annuelle, qui seront intégrées au document de procuration transmis à tous les membres de la société.

96. *Facilitating Shareholder Director Nominations*, 75 Fed Reg 56668 (2010). Si cette règle n'a finalement pas été adoptée à la suite d'une décision judiciaire (*Business Roundtable Inc v SEC*, 647 F (3d) 1144, à la p 1146 (DC Cir 2011)), la SEC a maintenu sa modification du règlement général sur les propositions d'actionnaires et de l'article 14a-8 (modification faite initialement pour accompagner son règlement sur l'accès aux procurations) (*Facilitating Shareholder Director Nominations*, 17 CFR §200, 232, 240 et 249 (2010)). Cette modification permet aux actionnaires de soumettre des propositions portant sur des règles d'accès aux procurations, lesquelles, si elles sont majoritairement adoptées par les actionnaires, doivent être inscrites aux statuts de la société.

97. *Shareholder Approval of Executive Compensation and Golden Parachute Compensation*, 17 CFR § 229, 240 et 249 (2011).

98. Les règles du NYSE ont également été modifiées pour réduire la marge de manœuvre des courtiers en matière d'élection des administrateurs : *Self-Regulatory Organization; New York Stock Exchange LLP; Order Approving Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No 4, to Amend NYSE Rule 452 and Corresponding Listed Company Manual Section 402.08 to Eliminate Broker Discretionary Voting for the Election of Directors, Except for Companies Registered Under the Investment Company Act of 1940, and to Codify Two Previously Published Interpretations That Do Not Permit Broker Discretionary Voting for Material Amendments to Investment Advisory Contracts With and Investment Company*, 74 Fed Reg 33293 (2009).

dépasse largement les frontières états-uniennes<sup>99</sup>. Au Canada, par exemple, les réformes législatives se sont succédées avec pour point commun d'élargir les pouvoirs des actionnaires<sup>100</sup>. En France par exemple, s'agissant des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (ci-après « OPCVM ») et des fonds d'investissements alternatifs, une incitation légale est faite aux sociétés de gestion de portefeuille à participer aux assemblées annuelles. À défaut, elles doivent justifier les raisons pour lesquelles elles n'y ont pas participé. Par ailleurs, l'étude publiée en 2007 à propos de la France, de l'Allemagne et de l'Italie par Luca Enriques et Paolo Volpin<sup>101</sup> s'inscrit en droite ligne de l'observation de la situation qui existe en Amérique du Nord. Concernant l'exercice du droit de vote des actionnaires, la règle « une action, une voix », les recours de droit privé (directs et obliques) et les opérations de changement de contrôle, ces chercheurs constatent le renforcement des prérogatives des actionnaires, notamment de ceux en position minoritaire.

**14.** Finalement, « [r]ecent significant changes in financial regulations promise to further increase the volume and impact of proxy votes and the influence of the proxy advisory firm industry »<sup>102</sup>. Ajoutées à l'activisme et à l'engagement croissant des investisseurs, les avancées réglementaires en faveur de la démocratie actionnariale amènent les actionnaires à se prononcer davantage sur la gouvernance des entreprises<sup>103</sup>.

99. Randall Thomas et Christoph Van der Elst, « The International Scope of Say on Pay » (2013) Eur Corp Governance Inst (ECGI) Law, Document de travail n° 227/2013 (à propos du vote des actionnaires sur la rémunération des hauts dirigeants); Bruno et Ruggiero, *supra* note 86 à la p 2; Lisa M Fairfax, « Shareholder Democracy on Trial: International Perspective on the Effectiveness of Increased Shareholder Power » (2008) 3:1 Va L & Business Rev 1.

100. Bruce Welling, *Corporate Law: The Governing Principles*, 3<sup>e</sup> éd, Mudgeeraba (Autr), Scribblers, 2006 à la p 472. Voir aussi Ivan Tchoutourian, « Main basse sur le pouvoir dans les sociétés canadiennes : éclairage sur les finalités et modalités des décisions actionnariales » (2013) 43:1 RGD 175 aux pp 216 et s.

101. Lucas Enriques et Paolo Volpin, « Corporate Governance Reforms in Continental Europe » (2007) 21:1 J Econ Perspectives 117 à la p 132. Pour l'illustration française, voir Éric Loiselet, « Le grand retour de l'actionnaire » (2000) 171 Banque & stratégie 2; Jean-Jacques Caussain, *Le gouvernement d'entreprise : le pouvoir rendu aux actionnaires*, Paris, Litec, 2005; Sophie L'Hélias, *Le retour de l'actionnaire – Pratiques du corporate governance en France, aux États-Unis et en Grande-Bretagne*, Gualino, 1997.

102. Center on Executive Compensation, *A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo: The Case for Greater Accountability and Oversight*, Washington (DC), 2011 à la p 21, en ligne : <online.wsj.com/public/resources/documents/ProxyAdvisoryWhitePaper02072011.pdf> [Center on Executive Compensation, *A Call for Change*].

103. Néanmoins, il existe des limites de nature réglementaire à ces avancées, comme celle d'imposer une diversification du portefeuille; voir notamment Coates IV, *supra* note 71 à la p 87; Jennifer S Taub, « Able but Not Willing: The Failure of Mutual Fund Advisers to Advocate for

Par là même, le volume de votes par procuration que les investisseurs institutionnels ont à exercer a crû considérablement, ce qui a placé les agences de conseil en vote en première ligne<sup>104</sup>. Pourtant, se pose la question de savoir si l'intervention de ces agences (et l'externalisation du processus du vote que leur recours entraîne) ne conduirait pas à une situation de vote vide. Les professeurs Hu et Black ont reconnu qu'une agence qui exerce le droit de vote d'un investisseur institutionnel de manière discrétionnaire est un « voteur vide » (*empty voter*)<sup>105</sup>. Une délégation mécanique du droit de vote au profit des agences de conseil en vote peut être ainsi fortement préjudiciable à la gouvernance des entreprises<sup>106</sup>. La dissociation entre influence politique et exposition économique amène les conséquences négatives suivantes : elle brouille la lisibilité de la répartition du capital d'une entreprise et des forces politiques en présence, et augmente corrélativement le coût du capital<sup>107</sup>; elle pousse les actionnaires à des comportements irrationnels au regard de leur intérêt collectif<sup>108</sup>;

---

Shareholders' Rights » (2009) 34:3 J Corp L 844 à la p 880; Mark J Roe, « Political Elements in the Creation of a Mutual Fund Industry » (1991) 139:6 U Pa L Rev 1469 à la p 1480. De plus, de sérieuses critiques sont faites à l'orientation proactionnaire : Lynn A Stout, « The Mythical Benefits of Shareholder Control » (2007) 93:3 Va L Rev 789; Lynn A Stout, « Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy » (2002) 75:5 S Cal L Rev 1189; Stephen M Bainbridge, « Director Primacy and Shareholder Disempowerment » (2006) 119:6 Harv L Rev 1735; Stephen M Bainbridge, « The Case for Limited Shareholder Voting Rights » (2006) 53:3 UCLA L Rev 601; Iman Anabtawi, « Some Skepticism About Increasing Shareholder Power » (2006) 53:3 UCLA L Rev 561; Henry H Hutchinson, « Director Primacy and Corporate Governance: Shareholder Voting Rights Captured by the Accountability/Authority Paradigm » (2005) 36:4 Loy U Chi LJ 1111.

104. Petitier et Meli, *supra* note 4. En Europe, un rapport récent remis au Parlement européen a souligné l'importance du vote par procuration : « Aujourd'hui, plutôt que d'obliger les actionnaires à exprimer leur voix en [assemblée], l'approche retenue par le droit de l'UE est d'encourager et de faciliter le vote par procuration, en admettant même qu'on puisse les solliciter en ce sens » (Direction générale des politiques internes, *Droits et obligations des actionnaires : régimes nationaux et propositions d'instruments au niveau européen en vue d'améliorer l'efficience juridique*, Étude, PE 462.463, 2012 à la p 59).

105. Henry T C Hu et Bernard S Black, « Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions » (2008) 156:3 U Pa L Rev 625. Voir aussi Leo E Strine Jr, « The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the Challenges We (and Europe) Face » (2005) 30:3 Del J Corp L 673.

106. Charles M Nathan et Paul Mehta, « The Parallel Universes of Institutional Investing and Institutional Voting » (2010) 18:4 The Corporate Governance Advisor 19 à la p 22.

107. Wolf-Georg Ringe, « Hedge-Funds and Risk-Decoupling: The Empty Voting Problem in the European Union » (2013) 36:2 Seattle UL Rev 1028 à la p 1071.

108. Ronald J Gilson et Bernard S Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 2<sup>e</sup> éd, New York, Foundation Press, 1995 à la p 249.



elle attribue des bénéfices à certains actionnaires auxquels ne peuvent prétendre d'autres<sup>109</sup>; et elle crée des coûts d'agence supplémentaires<sup>110</sup>.

### C. Encadrement du comportement des actionnaires

**15.** Une tendance de plus en plus insistante est de reconnaître que le rôle des actionnaires doit être encadré par des règles de comportement<sup>111</sup>. L'exaltation entourant le retour des actionnaires a suscité une réflexion sur la manière dont ils doivent se comporter, notamment dans la perspective qui est celle des investisseurs institutionnels: la gestion des fonds d'autrui. Loin d'être uniquement les bénéficiaires d'une bonne gouvernance, les investisseurs institutionnels en sont les acteurs et leur « engagement » est indispensable pour assurer celle-ci.

**16.** L'encadrement des actionnaires passe par des normes juridiques traditionnelles relevant de la catégorie des règles impératives (*hard law*). À ce titre, certains investisseurs institutionnels sont soumis, aux États-Unis, à des devoirs fiduciaires dans l'exercice des votes attachés aux actions qu'ils détiennent<sup>112</sup>. Ces devoirs créent une forte pression sur les investisseurs pour qu'ils votent<sup>113</sup>. Sont soumis à un devoir fiduciaire les conseillers en placement gérant l'actif du régime institué par la loi

---

109. Romain Dambre, *Les contrats financiers sur actions: droit français et européen des sociétés*, Bruxelles, Larcier, 2016 à la p 280 au para 249.

110. *Ibid.*

111. Pascal Durand-Barthez, *La gouvernance des sociétés*, Paris, Dalloz, 2016 aux pp 29 et s au para 013.22; Jennifer Hill, « Images of the Shareholder – Shareholder Power and Shareholder Powerness » dans Hill et Thomas, *supra* note 71, 53 aux pp 65 et s.

112. En France, les sociétés de gestion de portefeuille ont l'obligation d'exercer les droits de vote attachés aux titres détenus par les organismes de placement collectif (notamment OPCVM et fonds d'investissement alternatif) qu'elles gèrent et, à défaut, d'en expliquer les raisons (*Code monétaire et financier*, art L 533-22 et *Règlement général AMF*, arts 314-100 à 314-104). Pour une comparaison internationale des exigences réglementaires imposées aux investisseurs institutionnels, voir OECD 2011, *supra* note 26 aux pp 32 et s. Le bilan de l'OCDE démontre l'existence de quatre tendances qui peuvent être complémentaires: une grande partie des États impose ou recommande de divulguer les politiques de vote des investisseurs institutionnels et les enregistrements du résultat des votes; une majorité d'États fournit aux investisseurs institutionnels un cadre pour gérer adéquatement les conflits d'intérêts, sans que ce cadre s'accompagne nécessairement d'une divulgation de la politique de gestion de tels conflits; des États font le choix d'imposer ou de recommander des normes particulières telles que la surveillance ou l'engagement dans les sociétés dans lesquelles les investisseurs institutionnels ont investi, ou le maintien d'un contrôle quand ils délèguent à une tierce organisation l'exercice du droit de vote; et certains États, plus isolés, obligent ou, à tout le moins, encouragent les investisseurs institutionnels à exercer leur droit de vote.

113. Toutefois, les autorités reconnaissent que le fait de ne pas voter ne constitue pas automatiquement une violation de leur devoir si l'intérêt de leur client justifie cette absence de vote

fédérale *Employee Retirement Income Security Act of 1974* (ci-après « ERISA »)<sup>114</sup> et ceux assujettis à l'*Investment Advisers Act of 1940*<sup>115</sup>. Plusieurs évolutions concernant le contenu du devoir fiduciaire des investisseurs institutionnels ont donné plus de poids aux agences de conseil en vote. Tout d'abord, en vertu de la loi ERISA, les fonds de pension doivent, depuis 1994, voter aux assemblées des sociétés dans lesquelles ils détiennent des participations<sup>116</sup>. Ensuite, dans le cadre de l'*Investment Advisers Act of 1940*, la SEC a émis, en 2004, deux lettres relatives à l'interprétation de l'article 206(4)-6 concernant les devoirs fiduciaires<sup>117</sup>. Ces lettres ont été interprétées comme permettant à ces investisseurs d'éviter de possibles poursuites liées à l'existence d'un conflit d'intérêts au moment de l'exercice du droit de vote des actions détenues<sup>118</sup> lorsque cet exercice se base sur des conseils obtenus de la part d'un tiers indépendant, telle une agence de conseil en vote<sup>119</sup>. Or, « [c]ritics charge that many institutional investors have improperly

---

(Department of Labor interpretation of the Legal Standards imposed by Sections 402, 403 and 404 of Title I of ERISA, codified in 29 CFR §2509.08-2). Dans le même sens, voir *Proxy Voting by Investment Advisers*, *supra* note 9.

114. *Employee Retirement Income Security Act of 1974*, Pub L No 93-406, 88 Stat 829 (codifié tel que modifié au 29 USC § 1001 et s (1974)). Cette loi, adoptée le 2 septembre 1974, encadre les régimes de sécurité sociale des entreprises du secteur privé.

115. *Investment Advisers Act of 1940*, Pub L No 76-768, 54 Stat 789 (codifié au 15 USC § 80b-1 – 15 USC § 80b-21 (1940)).

116. *Interpretive Bulletins Relating to the Employee Retirement Income Security Act of 1974*, 59 Fed Reg 38860 (1994) (sera codifié au 29 CFR § 2509) : « *the voting of proxies is a fiduciary act of plan asset management* ». Sur les devoirs fiduciaires résultant de cette loi, voir *Interpretive Bulletin Relating to the Exercise of Shareholder Rights*, 73 Fed Reg 61731 (2008) (sera codifié au 29 CFR § 2509.08-2); David F Jones, Kathleen Ziga et Sumi C Chong, « ERISA Fiduciary Responsibility and Liability » (2004) Dechert LLP, en ligne : <fliphtml5.com/hpef/daef/basic>.

117. Lettre à Kent S Hughes, *supra* note 11; Lettre à Mari Anne Pisarri, *supra* note 11.

118. Un guide publié le 30 juin 2014 par la SEC a mis l'accent sur le fait que les conseillers en placement ont l'obligation de contrôler les agences de conseil en vote auxquelles ils font appel (Marty Dunn, David Lynn et Scott Lesmes, *SEC Offers Guidance Regarding Investment Advisors and Proxy Advisory Firms*, Morrison & Foerster LLP, 2014 à la p 12). Pour l'agence Glass Lewis, ce contrôle existait déjà (Glass Lewis, Written Statement of Katherine H Rabin, Chief Executive Officer for Glass, Lewis & Co, for the Subcommittee on Capital Markets and Government, Sponsored Enterprises, of the United States House of Representatives Committee on Financial Services, (12 juin 2013) à la p 14 [Glass Lewis, Katherine H Rabin]). Pour certains organismes, les investisseurs, s'appuyant sur le travail d'agences de conseil en vote, avaient exprimé, dès 2010, le vœu que les recommandations et analyses faites par les agences soient contrôlées par les investisseurs institutionnels pour qu'ils puissent prétendre avoir respecté leur devoir fiduciaire (*Concept Release*, *supra* note 50; Lettre de Leo E Strine Jr, *supra* note 1 à la p 3).

119. *Proxy Voting by Investment Advisers*, *supra* note 9 au para 2b :

[A]n adviser could demonstrate that the vote was not a product of a conflict of interest if it voted client securities, in accordance with a pre-determined policy, based upon the

*delegated their proxy-voting decisions to their proxy advisors*»<sup>120</sup>. Ces lettres ont établi une exigence à l'égard des sociétés de gestion (*asset managers*) selon laquelle ces dernières doivent exercer leur droit de vote attaché à chaque action sur l'ensemble des matières leur étant soumises, dans l'intérêt supérieur de leurs clients<sup>121</sup> et selon une politique mise en place à l'interne. Ces sociétés doivent également divulguer les résultats des votes et leurs politiques<sup>122</sup>.

**17.** En dépit de l'existence de ces normes juridiques, la crise de 2007–2008 a révélé une situation préoccupante : « *Ineffective monitoring by shareholders has been experienced both in widely held companies and firms with more concentrated ownership* »<sup>123</sup>. Pour y faire face, une norme d'un autre genre est apparue : le droit souple (*soft law*), qui s'est concrétisé dans le mouvement de la gérance (*stewardship*). Le Royaume-Uni a édicté, en 2010, le premier code de bonne conduite des investisseurs (*UK Stewardship Code*), élaboré par l'autorité en matière de publication de l'information financière (*reporting*), le Financial Reporting Council (ci-après « FRC »)<sup>124</sup>. Destiné à soutenir un exercice efficace de la responsabilité des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise, allant

---

*recommendations of an independent third party. An adviser could also suggest that the client engage another party to determine how the proxies should be voted, which would relieve the adviser of the responsibility to vote the proxies.*

Pour une modification récente de cette politique, voir *Proxy Voting by Investment Advisers*, *supra* note 9. La lettre à Kent S Hughes, *supra* note 11, établit que le fait, pour un tiers, d'offrir des services rémunérés à un émetteur quant à sa gouvernance ne touche généralement pas son indépendance.

120. Dent Jr, *supra* note 44 à la p 1296 (et les références citées). *Contra*: Glass Lewis, Katherine H Rabin, *supra* note 118 à la p 7.

121. Latham et Watkins LLP, « Proxy Advisory Business: Apotheosis or Apogee? » *Corporate Governance Commentary* (3 mars 2011) aux pp 6 et s.

122. 17 CFR § 275.206(4)-6 (2017). La SEC impose également aux sociétés d'investissement enregistrées de divulguer les votes par procuration qu'elles ont exercés au moment de l'assemblée annuelle des entreprises qui figurent dans leur portefeuille (SEC, *Disclosure of Proxy Voting*, *supra* note 9).

123. OCDE, *Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusion and Emerging Good Practices to Enhance the Implementation of the Principles*, 2010 à la p 24.

124. La première version du *UK Stewardship Code* a été publiée en 2010 et s'est largement inspirée des *Principes relatifs aux responsabilités des investisseurs institutionnels* (Institutional Shareholders' Committee, *The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents: Statement of Principles*, 2002), édictés, dès 2002, par la Commission des investisseurs institutionnels qui, en 2009, avait compilé ces règles dans un code de bonne conduite. La prise en charge, par le FRC, de l'élaboration et du contrôle de la bonne application du code de conduite des investisseurs institutionnels répond aux recommandations du rapport de David Walker sur la gouvernance des institutions financières (David Walker, « A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations », 26 novembre 2009 [non publié, archivé à *The National Archives*]).

au-delà de l'exercice du droit de vote<sup>125</sup>, ce code édicte sept principes qui doivent être explicités. Les exigences formulées à l'égard des investisseurs institutionnels sont les suivantes :

- Principe 1 : publier leur politique d'investissement.
- Principe 2 : définir et publier une politique rigoureuse de gestion des conflits d'intérêts.
- Principe 3 : suivre de près les performances des entreprises dans lesquelles ils investissent.
- Principe 4 : établir des orientations claires sur la façon dont ils intensifient leurs activités et la période à laquelle ils comptent le faire.
- Principe 5 : être disposés à agir collectivement avec d'autres investisseurs quand la situation le commande.
- Principe 6 : définir et publier une politique claire en matière de vote.
- Principe 7 : rendre compte périodiquement de leur gestion et de leurs votes.

Précurseur, le *UK Stewardship Code* britannique a une particularité intéressante à signaler : il s'applique aux agences de conseil en vote<sup>126</sup>. Ce code a aussi eu un effet d'entraînement sur d'autres pays, effet intensifié par les turbulences économique-financières traversées par les plus grandes économies de la planète<sup>127</sup>. Maintenant la logique d'une référence facultative pour les actionnaires et les fonds d'investissement et reposant sur le principe « appliquer ou s'expliquer », d'autres codes ont ainsi été adoptés depuis 2010 ou sont (ou ont été) âprement discutés par des bourses<sup>128</sup> ou des organisations d'actionnaires. D'une

---

125. Le code de bonne conduite britannique est éclairant sur ce point :

*For investors, stewardship is more than just voting. Activities may include monitoring and engaging with companies on matters such as strategy, performance, risk, capital structure, and corporate governance, including culture and remuneration. Engagement is purposeful dialogue with companies on these matters as well as on issues that are the immediate subject of votes at general meetings.* (Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code*, Londres (R-U), 2012 à la p 1 au para 4).

126. Comme le précise sans ambages le paragraphe 2 consacré à l'application du code, à la p 2 : « [T]he Code also applies, by extension, to service providers, such as proxy advisors and investment consultants. »

127. Lorraine E Talbot, « The Coming of Shareholder Stewardship », (2010) University of Warwick School of Law, Document de recherche n° 2010-22 à la p 36.

128. Sur le rôle des bourses en matière de régulation de la gouvernance, voir Hans Christiansen et Alissa Koldertsova, « The Role of Stock Exchange in Corporate Governance » (2009) 2009:1 Financial Market Trends OECD 1 aux pp 4 et s.

part, le Japon (par l'entremise du *Japanese National Pension Fund*) a publié, en février 2014, son premier *Stewardship Code* intitulé *Principles for Responsible Institutional Investors: Japan's Stewardship Code — To Promote Sustainable Growth of Companies Through Investment and Dialogue*<sup>129</sup>. En Europe, l'adoption récente de la directive modifiant les droits des actionnaires est en droite ligne de la philosophie de type *stewardship*<sup>130</sup>. D'autre part, le 31 janvier 2017, l'Investor Stewardship Group (association réunissant plus de 16 investisseurs états-uniens et internationaux, gérant plus de 17 milliards de dollars) a publié un projet de code états-unien de bonne conduite des investisseurs, élaboré autour de six principes<sup>131</sup>.

**18.** Ces normes de comportement mêlant règles impératives et règles souples offrent une réponse aux besoins d'encadrement de certaines pratiques des investisseurs institutionnels. Cependant, l'existence de ces normes renforce parallèlement la place des agences de conseil en vote dans le théâtre de la gouvernance des entreprises.

---

129. Financial Services Agency, *Principles for Responsible Institutional Investors "Japan's Stewardship Code"—To Promote Sustainable Growth of Companies Through Investment and Dialogue*, The Council of Experts on the Stewardship Code, 26 février 2014, en ligne : <[www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20140407/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20140407/01.pdf)>. Voir aussi l'adoption d'un code de bonne conduite en 2014 par la bourse de la Malaisie (*Malaysian Code for Institutional Investors 2014*, Minority Shareholder Watchdog Group et Securities Commission Malaysia, 2014, en ligne : <[www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/cg/mcii\\_140627.pdf](http://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/cg/mcii_140627.pdf)>); en 2013, par l'Association suisse des investisseurs institutionnels Économie suisse (*Guidelines for institutional investors governing the exercising of participation rights in public limited companies*, Zurich, Offset Holend et dast Visuelle Kommunikation, 2013, en ligne : <[www.icgn.org/sites/default/files/LD\\_130121\\_E.pdf](http://www.icgn.org/sites/default/files/LD_130121_E.pdf)>); et en 2011, par l'Institut sud-africain des administrateurs (*The Code for Responsible Investing in South Africa* (CRISA), Institute of Directors in Southern Africa, 2011, en ligne : <[c.ymcdn.com/sites/www.iodsa.co.za/resource/resmgr/crisa/crisa\\_19\\_july\\_2011.pdf](http://c.ymcdn.com/sites/www.iodsa.co.za/resource/resmgr/crisa/crisa_19_july_2011.pdf)>).

130. Iris Chiu et Dionysia Katelouzou, « From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe? » (2016) TLI Think! Document de travail n° 25/2016 et King's College London Dickson Poon School of Law, Document de recherche n° 2016-21, en ligne : SSRN <[ssrn.com/abstract=2731241](http://ssrn.com/abstract=2731241)>.

131. Voir Investor Stewardship Group, « The Principles », en ligne : <[www.isgframework.org/stewardship-principles/](http://www.isgframework.org/stewardship-principles/)>. Voir aussi John C Wilcox, « The Investor Stewardship Group: An Inflection Point in US Corporate Governance? » (30 mars 2017), *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, en ligne : <[corpgov.law.harvard.edu/2017/03/30/the-investor-stewardship-group-an-inflection-point-in-u-s-corporate-governance/](http://corpgov.law.harvard.edu/2017/03/30/the-investor-stewardship-group-an-inflection-point-in-u-s-corporate-governance/)>; Abe M Friedman, « Investor Coalition Publishes US Stewardship Code » (9 février 2017), *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, en ligne : <[corpgov.law.harvard.edu/2017/02/09/investor-coalition-publishes-u-s-stewardship-code/](http://corpgov.law.harvard.edu/2017/02/09/investor-coalition-publishes-u-s-stewardship-code/)>. Dès juin 2009, la SEC avait mis en place un comité consultatif d'investisseurs qui avait un sous-comité sur les investisseurs chargé de travailler sur les responsabilités des investisseurs.

## D. Justification économique des agences de conseil en vote

**19.** « *Modern shareholders, and institutional shareholders in particular, face a substantial task in exercising their proxy votes* »<sup>132</sup>. Sur la base d'une analyse de nature économique, il existe un puissant incitatif à faire appel à l'expertise des agences de conseil en vote. À l'heure où les investisseurs institutionnels doivent voter sur de nombreux sujets<sup>133</sup>, le besoin d'être informé et de savoir comment voter est devenu criant. Pour les investisseurs institutionnels, les avantages de disposer de toute l'information importante concernant une entreprise sont nombreux. Parmi ceux-ci figure le fait que de détenir une telle information permet aux investisseurs institutionnels d'évaluer le plus précisément possible le prix d'un titre d'une société cotée et les risques pertinents<sup>134</sup>, mais aussi celui d'exercer leur fonction de surveillance de la direction des entreprises dans lesquelles ils ont investi leurs fonds<sup>135</sup>.

**20.** Ces besoins, couplés à un manque d'incitatif pour les investisseurs institutionnels à s'investir dans la tâche coûteuse (en temps et en argent) de comprendre la portée de leur vote<sup>136</sup>, et dont les bénéfices leur échappent en partie<sup>137</sup>, ont permis aux agences de conseil en vote de s'imposer comme fournisseurs de services en matière d'information et de vote au cours des 25 dernières années<sup>138</sup>. « *Determining*

---

132. Jain et al, *supra* note 7 à la p 30.

133. Edelman, Thomas et Thompson, *supra* note 8 à la p 1397.

134. Jeff Schwartz, « Fairness, Utility, and Market Risk » (2010) 89:1 Or L Rev 175 à la p 200.

135. Edelman, Thomas et Thompson, *supra* note 8 à la p 1425.

136. Peter Iliev et Michelle Lowry, « Are Mutual Funds Active Voters? » (2015) 28:2 Rev Fin Stud 446.

137. Frank H Easterbrook et Daniel R Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (Mass), Harvard University Press, 1991 à la p 300. Il s'agit du problème bien connu de l'action collective (Mancur Olson, *The Logic of Collective Action*, Cambridge (Mass), Harvard University Press, 1965).

138. US Chamber of Commerce, *US Chamber of Commerce Corporate Governance Update: Public Company Initiatives in Response to the SEC Staff's Guidance on Proxy Advisory Firms*, Washington (DC), Center for Capital Markets Competitiveness, 2015 à la p 5. Voir aussi Andrey Malenko et Nadya Malenko, *Proxy Advisory Firms: The Economics of Selling Information to Voters*, 2017 à la p 32 [non publié], en ligne : SSRN <papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\_id=2757597>; Paul Calluzzo et Eva Dudley, *The Real Effects of Proxy Advisory on the Firm*, 2015 à la p 5 [non publié], en ligne : SSRN <papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\_id=2619698>; Gallagher, *supra* note 91 à la p 18; David F Larcker, Allan L McCall et Gaizka Ormazabal, « Proxy Advisory Firms and Stock Option Repricing » (2013) 56:2-3 J Acct & Econ 149. Dans le cadre de la consultation canadienne de 2012, plusieurs répondants ont souligné l'utilité du recours aux agences de conseil en vote; voir Lettre de Jason Milne, Manager ESG Policy and Research, et de Nancy Church, Senior Manager Business Policy and Governance, RBC Gestion mondiale d'actifs, à Anne-Marie Beaudoin, secrétaire générale de l'Autorité des marchés financiers (AMF), et John

*how to vote on complex issues of corporate governance typically involves evaluating a wide range of idiosyncratic firm issues [...]. This type of research is not the primary business of most institutional investors*»<sup>139</sup>. Les agences exploitent des économies d'échelle et minimisent les coûts associés à l'exercice du droit de vote en collectant toute l'information concernant chaque vote devant avoir lieu dans une société cotée et en les distribuant à chaque investisseur institutionnel qui détient des titres dans lesdites sociétés. En outre, le coût associé aux services des agences de conseil en vote est réduit grâce à la proposition de services qu'elles offrent aux investisseurs détenant des actions de sociétés dans lesquelles des problèmes identiques surviennent<sup>140</sup>. Pour les investisseurs institutionnels, il est devenu logique d'externaliser la collecte d'information et la prise de décisions à un tiers dont les services se révèlent moins onéreux<sup>141</sup>.

**21.** Les agences de conseil en vote ont une fonction unique dans les procédures en matière de gouvernance<sup>142</sup>. L'efficacité des agences est telle qu'elle s'étend à la détection et à la soumission de dizaines de milliers de votes exercés annuellement par chaque investisseur. La dépendance vis-à-vis des agences de conseil en vote s'est accrue au fil du temps, tant elles ont acquis une solide expérience concernant les problématiques de gouvernance d'entreprise, ce qui renforce d'autant leur influence<sup>143</sup> et le sentiment, de plus en plus partagé, par les investisseurs institutionnels, de leur utilité.

---

Stevenson, secrétaire de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO), (20 septembre 2012) à la p 2, en ligne : <[www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com\\_20120920\\_25-401\\_milne\\_church.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com_20120920_25-401_milne_church.pdf)>; Lettre de Sheila Murray, vice-présidente à la direction, chef des affaires juridiques et secrétaire de CI Financial, à Anne-Marie Beaudoin, secrétaire générale de l'AMF, et John Stevenson, secrétaire de la CVMO, (21 septembre 2012) à la p 2, en ligne : <[www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com\\_20120921\\_25-401\\_murrays.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com_20120921_25-401_murrays.pdf)>; Lettre de Doug Pearce, président-directeur général et chef des placements de la British Columbia Investment Management Corporation, à Anne-Marie Beaudoin, secrétaire générale de l'AMF, et John Stevenson, secrétaire de la CVMO, (23 août 2012) à la p 3, en ligne : <[www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com\\_20120823\\_25-401\\_pearced.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com_20120823_25-401_pearced.pdf)>.

139. Larcker, McCall et Ormazabal, « Outsourcing Shareholder », *supra* note 91 à la p 175.

140. Bew et Fields – Tapestry Network inc, *supra* note 46 aux pp 1–2.

141. Toutefois, un certain nombre d'investisseurs institutionnels ont fait le choix d'internaliser ce service et de créer une équipe dédiée exclusivement au vote des actions détenues dans leur portefeuille (Nathan et Mehta, *supra* note 106 à la p 19).

142. Lettre de Brett D Gardner, Sr Corporate Governance Analyst for Karpus Investment Management, à Elizabeth M Murphy, US SEC Secretary, (4 décembre 2013); Calluzzo et Dudley, *supra* note 138.

143. Edelman, Thomas et Thompson, *supra* note 8 aux pp 1399 et 1404.

## II. PROBLÈMES LIÉS À L'INTERVENTION DES AGENCES DE CONSEIL EN VOTE

**22.** « *By recommending investors about whether to approve or reject proposals at shareholders meetings, proxy advisors may significantly facilitate the investors' decision making, while exercising strong influence on the market* »<sup>144</sup>. Cette observation ne poserait pas de difficulté si des critiques concernant les agences de conseil en vote n'avaient pas été formulées<sup>145</sup>. Or, à l'instar de ce que précisent certains spécialistes<sup>146</sup>, malgré leur influence grandissante, les agences de conseil en vote ne sont pas, à l'heure actuelle, assujetties à un encadrement réglementaire contraignant qui fait l'unanimité<sup>147</sup>. Penser le bon choix réglementaire sous-entend la maîtrise des critiques faites à l'égard des agences de conseil en vote relativement à leur absence de statut juridique (A), aux conditions discutables dans lesquelles leur travail est accompli (B), à leurs méthodes contestables (C) et au manque de transparence qui les caractérise (D).

### A. Absence d'une obligation fiduciaire

**23.** L'absence d'une responsabilité juridique (hors du cadre général de la responsabilité civile) en cas d'erreur commise par une agence de conseil en vote est un motif sérieux de critique. En effet, les agences de conseil en vote ne sont soumises à aucune obligation fiduciaire envers la société et ses actionnaires<sup>148</sup>. Ainsi, même si une agence fait

---

144. OECD, 2011, *supra* note 26 à la p 59.

145. Eckstein, *supra* note 64 aux pp 92 et s; Jen Wieczner, « Do Proxy Advisers Hurt Your Returns? », *Fortune* (6 février 2014); Niels Holch, « Shareholder Communications Coalition Releases Recommendations to Reform the Proxy System », *STA Newsletter* (1<sup>er</sup> octobre 2009).

146. Julie Biron, « Les bénéfices et les coûts de l'activisme actionnarial » (2014) 48:3 RJT 817 à la p 837.

147. Concernant les États-Unis, un auteur a signalé récemment ce qui suit : « *As of yet, no binding regulation has been promulgated, despite repeated calls for it. Rather than commenting on that debate, this Article urges policymakers* ». (Eckstein, *supra* note 64 à la p 77).

148. Belinfanti, « Oversight and Control », *supra* note 10 à la p 422; Leo E Strine Jr, « Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America » (2006) 119:6 Harv L Rev 1759 à la p 1765. Aux États-Unis, la question du devoir fiduciaire des agences de conseil en vote a été débattue à la suite de la proposition du ministère du Travail de modifier la définition du terme « fiduciaire » contenue dans la loi ERISA afin d'étendre la notion de « personne susceptible de faire l'objet d'une poursuite judiciaire en cas de conseil dans le domaine du placement » (*Definition of "Fiduciary"*, 29 CFR § 2510.3-21). L'application d'une méthode uniforme soulève des difficultés quant à déterminer s'il y a respect du devoir fiduciaire :



des recommandations qui ne sont pas à l'avantage de la société, il n'en demeure pas moins que le seul moyen d'obtenir réparation est de passer par la voie contractuelle<sup>149</sup>, ce qui n'est possible que pour les clients ayant utilisé ses services. L'AEMF a cependant rappelé que les États-Unis se distinguent des autres pays (notamment européens) en la matière, puisque « [i]n the US, the full delegation of a fiduciary act to a [proxy advisors] is possible where it is regulated as an investment advisor. [...] In the UK, and in many European countries, responsibility for a fiduciary act cannot be devolved in the same way as the US »<sup>150</sup>. En parallèle, les investisseurs institutionnels eux-mêmes ne sont généralement responsables qu'envers leurs propres clients et non envers la société elle-même<sup>151</sup>. Le professeur Robert Monks indique, en ce sens que :

*The real problem is the failure of the customer of the proxy advisory service to fulfill its fiduciary obligations. The ultimate responsibility to take all steps necessary to preserve the value of trust assets (including the proxy) rests on the legal owner. Even in cases where the trustee-owner hires expert consultants, ultimate responsibility lies at his door to make final determination as to the appropriateness of the advice he receives*<sup>152</sup>.

---

*It is not clear that a one-size-fits-all model of universally applied voting policies satisfies a fiduciary duty of care. At least the question can be asked whether the hypothetical prudent investor would neglect to consider the particular facts and circumstances of each company before applying a generic voting policy.* (Nathan et Mehta, *supra* note 106 à la p 21, n 5).

149. Hansell et al, *supra* note 6 à la p 168.

150. Manifest Information Services Ltd, *Response to ESMA Discussion Paper: An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options*, 2012 aux pp 17-18, en ligne : <[www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com\\_20120622\\_25-401\\_wilsons.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com_20120622_25-401_wilsons.pdf)> [ESMA].

151. Leo E Strine Jr, « Toward a True Corporate Republic: A Traditional Response to Lucian's Solutions for Improving Corporate America », (2006) Harvard Law School John M Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper n° 541, à la p 11, en ligne : <[lsr.nellco.org/harvard\\_olin/541](http://lsr.nellco.org/harvard_olin/541)>. Au Canada, les ACVM ont rappelé, dans leur document de consultation, qu'en ce qui concerne les investisseurs institutionnels canadiens et leur obligation de voter, « [...] il apparaît que ceux qui détiennent leur participation pour le compte de leurs clients ou les bénéficiaires d'un régime seraient redevables envers ceux-ci de la gestion des actifs qu'ils détiennent en leur nom » (ACVM, *supra* note 6 à la p 6). En droit fil, l'AMF française souligne dans sa recommandation n° 2011-06 que les sociétés de gestion de portefeuille sont tenues de rendre compte aux actionnaires et porteurs de parts des OPC qu'elles gèrent de leurs pratiques en matière d'exercice des droits de vote dans l'intérêt exclusif de ces derniers (Autorité des marchés financiers (France), *Recommandation AMF no 2011-06: Agences de conseil en vote*, 2011 à la p 1).

152. Robert A G Monks, « Attacking Proxy Advisors », *LexisNexis Legal Newsroom*, 2012, en ligne : <[www.lexisnexis.com/legalnewsroom/corporate/b/blog/archive/2012/02/06/attacking-proxy-advisors.aspx?Redirected=true](http://www.lexisnexis.com/legalnewsroom/corporate/b/blog/archive/2012/02/06/attacking-proxy-advisors.aspx?Redirected=true)>.

Dans un rapport de 2011, l'OCDE a confirmé la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels vis-à-vis de leurs seuls clients<sup>153</sup>. Un actionnaire ne peut donc pas passer par les investisseurs institutionnels pour mettre en jeu, de manière indirecte, la responsabilité des agences de conseil en vote. De plus, celles-ci ne subissent pas les conséquences économiques du résultat des votes, car elles ne sont pas elles-mêmes actionnaires ou n'ont pas d'intérêts dans les sociétés qu'elles évaluent<sup>154</sup>.

**24.** Les recommandations des agences de conseil en vote se basent sur l'évaluation du respect de leurs propres politiques de gouvernance d'entreprise<sup>155</sup>. Les agences devraient donc être en mesure de faire une recommandation permettant à leurs clients de voter dans l'intérêt supérieur de la société. En outre, comme nous l'avons abordé précédemment, les recommandations sont généralement émises au profit d'actionnaires possédant un grand nombre d'actions et qui peuvent influencer le résultat du vote<sup>156</sup>. L'absence d'obligation fiduciaire envers les actionnaires semble être en contradiction avec le rôle réel des agences dans le processus de vote. Cependant, même en rendant les agences de conseil en vote responsables devant les tribunaux (que ce soit par l'intermédiaire d'une obligation fiduciaire ou par celui d'une responsabilité juridique découlant de la loi), il demeure difficile de

---

153. OECD, 2011, *supra* note 26 à la p 75. En Angleterre, il a été noté dans un rapport de 2014 que :

*The Kay Review recommended that all intermediaries in the investment chain should be held to fiduciary standards. [...] Furthermore, these responsibilities should be directed at the end-investor. [...] [T]he current law is very different from the position advocated by Professor Kay. [...]. The courts look at the contract first, and interpret the parties' duties to each other in line with the contract. They are often reluctant to go beyond the rules set out by Parliament and regulators. They are also cautious in finding that those in the investment chain owe duties to others beyond the immediate contractual or trust-based relationship.* (R-U, Law Commission, *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries*, (Law Com n° 350), Londres, The Stationary Office, 2014 à la p 206).

154. Gallagher, *supra* note 91 à la p 14.

155. New York Stock Exchange Commission, *Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance*, 23 septembre 2010, en ligne : <[www.ecgi.org/codes/documents/nyse\\_cgreport\\_23sep2010\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/nyse_cgreport_23sep2010_en.pdf)>; ACVM, *supra* note 6 à la p 5; Hitz et Lehmann, *supra* note 42 à la p 28; Tingle, « Bad Company! », *supra* note 33 à la p 746.

156. Voir *supra* au para 5.

démontrer un dommage découlant directement d'une recommandation injustifiable<sup>157</sup>.

**25.** Jusqu'à maintenant, il n'y a pas eu de plaintes officielles de la part d'un investisseur institutionnel contre une agence de conseil en vote<sup>158</sup>, bien que certains de ces investisseurs aient fait part publiquement aux autorités réglementaires de leurs inquiétudes par rapport à leurs pratiques<sup>159</sup>. Aux États-Unis, même si l'agence ISS (tout comme l'était Proxy Governance Inc) est enregistrée comme conseiller en placement et est, à ce titre, tenue d'un devoir fiduciaire<sup>160</sup>, force est de constater que « [n]o complaints have been filed against it for failing to discharge these duties »<sup>161</sup>.

## B. Existence de conflits d'intérêts

**26.** Le manque de responsabilité des agences de conseil en vote prend une intensité particulière lorsqu'il est mis en parallèle avec une autre problématique les concernant : l'existence de conflits d'intérêts susceptibles de les toucher<sup>162</sup>. Dans un rapport de 2011 appelant à un changement de philosophie réglementaire vis-à-vis des agences de conseil en vote, le Center on Executive Compensation résume ces conflits comme suit (tableau 5).

---

157. Klöhn et Schwartz, *supra* note 12 à la p 119.

158. ACVM, *supra* note 6 à la p 10.

159. Yerger, *supra* note 45.

160. *SEC v Capital Gains Research Bureau, Inc*, 375 US 180 (1963) aux pp 191–92. La Cour suprême des États-Unis a indiqué qu'un investisseur institutionnel recherchant le conseil d'une agence de conseil en vote doit bénéficier d'une divulgation lui permettant d'évaluer si celle-ci est en situation de conflit d'intérêts de nature économique. Cette décision impose à tout conseiller en placement de faire une divulgation complète de l'effet de sa pratique de commerce sur ses recommandations.

161. Dent Jr, *supra* note 44 à la p 1322.

162. Li, *supra* note 18; US Chamber of Commerce, *supra* note 138 à la p 4; Gary Stern, « Do Proxy Firms Need More Regulation? », *Corporate Secretary* (12 mars 2012); United States Government Accountability Office, *supra* note 45 aux pp 9 et s. Pour des articles de presse, voir Barry Critchley, « Len Racioppo Says Proxy Advisory Firms Need to Disclose Conflicts and Competency », *Financial Post (FP Street)* (16 juin 2014) [Critchley, « Len Racioppo »]; Mark Chenoweth, « Proxy Advisory Services: Making Glass (Lewis) Transparent — And ISS Too », *Forbes* (17 décembre 2013).

**Tableau 5**  
**Types de conflits d'intérêts potentiels**  
**des agences de conseil en vote<sup>163</sup>**

	ISS	Glass Lewis	PGI*	Egan-Jones	Marco Consulting
Specialized Consulting Services to Corporations on Proxy-related Issues	X				
Makes Recommendations on Proposals Sponsored by Institutional Clients	X	X	X	X	X
Owners, Directors or Officers Serve on Public Company Boards	X	X			
Proxy Advisor or Corporate Parent Firm Provides Other Services to Clients	X	X	X	X	X

\* Proxy Governance, Inc. ceased operation on December 31, 2010 and transferred its clients to Glass Lewis

**27.** « *The majority of proxy advisors conceded that proxy advisors are subject to certain potential conflicts of interests* »<sup>164</sup>. Les conflits d'intérêts en cause sont de deux ordres<sup>165</sup>. Premièrement, les agences de conseil en vote peuvent offrir aux investisseurs, en plus du service de conseil proposé aux entreprises pour augmenter leur note, des services de notation permettant d'évaluer la qualité de la gouvernance<sup>166</sup>. Tel est le cas de l'agence ISS<sup>167</sup>. Une situation de conflit d'intérêts est alors présente dès lors qu'une agence émet une recommandation pour les investisseurs, laquelle fait suite à l'exercice d'une mission de conseil destinée à accroître la note du conseil d'administration ou de la direction<sup>168</sup>. En effet, les administrateurs de la société ayant fait appel aux services de l'agence de conseil en vote pourraient, après les avoir utilisés, être mécontents de ne pas obtenir de recommandations favorables à la prochaine assemblée annuelle (par exemple celle

163. Lettre de Leo E Strine Jr, *supra* note 1 à la p 43. Voir aussi ACVM, *supra* note 6 à la p 5.

164. ESMA, *supra* note 150 au para 49.

165. D'autres conflits peuvent survenir. Il en va ainsi lorsqu'une agence de conseil en vote conseille aussi les sociétés détenues en matière de gouvernance d'entreprise ou lorsqu'elle donne des conseils sur des résolutions d'actionnaires proposées par ses propres clients (CE, *Livre vert*, *supra* note 83 à la p 17).

166. United States Government Accountability Office, *supra* note 45; Timothy J Bartl, *A Case for Greater Oversight of the Proxy Advisory Firm Industry*, Washington (DC), Center on Executive Compensation, 2013 à la p 8, n 11.

167. Li, *supra* note 18 à la p 21.

168. *Ibid*; ACVM, *supra* note 6 à la p 9.

approuvant la réélection d'un des membres du conseil). Deuxièmement, les agences de conseil en vote peuvent aussi avoir des relations d'affaires d'une autre nature avec une société cliente. Le conflit d'intérêts tient alors de la structure de propriété de l'agence. Par exemple, l'agence ISS a été achetée par Riskmetrics, qui a elle-même été rachetée par MCSI, une entreprise qui offre des conseils financiers à ses clients. Le risque de conflit potentiel existe si l'agence de conseil en vote fait des recommandations en lien avec les propositions émises par les sociétés qui usent de l'expertise de MCSI<sup>169</sup>. « *There is a danger that ISS will not represent the interests of shareholders but rather those of management* »<sup>170</sup>.

**28.** De ces conflits d'intérêts découle une divergence entre les intérêts des agences et ceux de leurs clients<sup>171</sup>. Les investisseurs institutionnels ont peu de solutions à ces conflits. Comme ils ne peuvent pas réviser les recommandations émises, il est peu probable qu'ils détectent l'existence d'une recommandation qui serait favorable à l'intérêt de l'agence de conseil en vote au détriment du leur. De plus, même si un investisseur institutionnel ne peut faire appel à une agence de conseil en vote en raison des liens de celle-ci avec certaines entreprises, les autres options disponibles sont très limitées, vu la quantité minimale de concurrents<sup>172</sup>.

**29.** L'agence de conseil en vote ISS affirme gérer les conflits d'intérêts au moyen de plusieurs processus internes, comme une division de l'accès à l'information (« muraille de Chine ») et la divulgation des conflits aux clients<sup>173</sup>. L'agence Glass Lewis, de son côté, n'offre pas de services aux entreprises dont elle analyse les propositions<sup>174</sup> et dénonce d'autres conflits d'intérêts sur la page de couverture de ses rapports<sup>175</sup>. Ces processus semblent avoir été mis en place à la suite

---

169. Center on Executive Compensation, *A Call for Change*, *supra* note 102 aux pp 8 et s. Voir aussi dans la même étude les situations critiques des agences suivantes : Proxy Governance Inc, Egan-Jones et Marco Consulting.

170. Klöhn et Schwartz, *supra* note 12 à la p 100.

171. *Ibid* à la p 99.

172. US Chamber of Commerce, *supra* note 138 à la p 5.

173. Li, *supra* note 18; Institutional Shareholder Services Inc, *Policy on Mitigation of Potential Conflicts of Interest Related to the ISS Board of Directors*, en ligne : <[www.issgovernance.com/file/duediligence/2014-ISS-BoD-Conflicts-Policy-6-18-2014.pdf](http://www.issgovernance.com/file/duediligence/2014-ISS-BoD-Conflicts-Policy-6-18-2014.pdf)>.

174. Hansell et al, *supra* note 6 aux pp 167-68; Belinfanti, « Oversight and Control », *supra* note 10 à la p 397 (cette auteure explique qu'à part ISS, les autres agences de conseil en vote ne fournissent pas de services de conseil).

175. ACVM, *supra* note 6 aux pp 16-17.

des pressions des investisseurs institutionnels à cet égard. Cependant, le débat n'est pas clos, car ces processus demeurent purement volontaires, puisqu'ils ne reposent sur aucune intervention réglementaire. De plus, dans son rapport de 2011, le Center on Executive Compensation émet de sérieux doutes sur la gestion des conflits d'intérêts, comme cette remarque concernant l'agence ISS l'illustre : « *ISS has argued that it provides a firewall between its corporate consulting and its advisory businesses, but the separation can only go so far* »<sup>176</sup>.

## C. Qualité contestable des méthodes

**30.** Les différents acteurs de la gouvernance d'entreprise se sont questionnés sur la qualité du processus menant les agences de conseil en vote à émettre des recommandations<sup>177</sup>. À ce sujet, il a été observé que : « *[N]ot only is most of the methodology of the proxy advisory redolent of the proverbial "black box," but also the output of the black box is opaque a impossible to test for accuracy, consistency and value creation* »<sup>178</sup>. Il n'existe pas de formule préétablie et parfaite ou universelle pour décider comment un investisseur institutionnel-actionnaire devrait exercer son droit de vote. Ainsi, les facteurs considérés et leurs poids relatifs dans la décision finale varient d'une agence à une autre<sup>179</sup>. Par ailleurs, le choix des normes de bonne gouvernance utilisées par les agences ne fait pas non plus l'unanimité<sup>180</sup>.

---

176. Center on Executive Compensation, *A Call for Change*, *supra* note 102 à la p 8.

177. En 2010, la présidente de la SEC avait mis en lumière que les agences de conseil en vote « *[...] may fail to conduct adequate research, or may base recommendations on erroneous or incomplete facts* » (Mary L Schapiro, « The Guardian of Honest Disclosure: An Invitation to Directors for the NACD Directorship Annual Corporate Governance Conference » (2011) 36:6 *Directorship* 46 à la p 48. Voir aussi Tingle, « Bad Company! », *supra* note 33.

178. Latham et Watkins, *supra* note 121 à la p 4.

179. Pour une étude empirique sur l'existence de ces divergences, voir Choi, Fisch et Kahan, « Myth or Reality? », *supra* note 42 à la p 886; et aussi : Stephen J Choi, Jill E Fisch et Marcel Kahan, « Director Elections and the Influence of Proxy Advisors », (2008) *New York University Law & Economics*, Document de travail n° 08-22; Stephen J Choi, Jill E Fisch et Marcel Kahan, « Director Elections and the Role of Proxy Advisors » (2009) 82:4 *S Cal L Rev* 649 à la p 650.

180. Tingle, « Bad Company! », *supra* note 33; Bew et Fields – Tapestry Network inc, *supra* note 46; ABA Section of Business Law, *Report of the Task Force of the ABA Section of Business Law Corporate Governance Committee on Delineation of Governance Roles & Responsibilities*, 2009 à la p 2, en ligne : <[apps.americanbar.org/buslaw/committees/CL260000pub/materials/20090801/delineation-final.pdf](http://apps.americanbar.org/buslaw/committees/CL260000pub/materials/20090801/delineation-final.pdf)>; Paul Rose, « The Corporate Governance Industry » (2007) 32:4 *J Corp L* 101 à la p 140, en ligne : SSRN <[papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=902900](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=902900)> [Rose, « The Corporate Governance Industry »].

**31.** Les inquiétudes soulevées ne sont pas sans justification. Une étude de 2015 a démontré, aux États-Unis, que les agences de conseil en vote n'ont pas nécessairement de politiques contre la technique du regroupement (*bundling*)<sup>181</sup>. L'agence ISS affirme qu'elle essaie d'informer ses clients à ce sujet et de leur donner l'occasion de rétroagir sur l'élaboration des politiques de vote. Elle se réfère aussi aux recommandations de la CCGG et de l'Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite pour concevoir ses politiques qu'elle publie en ligne. En outre, l'agence Glass Lewis établit ses politiques selon ses propres recherches, la réglementation en place, les guides de pratiques exemplaires et les pratiques en vigueur dans les marchés locaux. Cette agence consulte ses clients de manière régulière, mais se fonde principalement sur sa propre expertise pour concevoir ses politiques<sup>182</sup>.

**32.** L'absence de prise en considération des caractéristiques propres à une entreprise visée par la recommandation (sa taille et le marché dans lequel elle évolue, par exemple) est une autre critique récurrente faite aux agences de conseil en vote<sup>183</sup>. Cette manière de procéder de type uniforme<sup>184</sup> mène à l'adoption de mesures qui ne sont pas

---

181. Il s'agit de la pratique selon laquelle plusieurs propositions distinctes sont regroupées dans une même proposition au lieu d'être divisées en plusieurs. Cette pratique est généralement critiquée, car elle rend plus difficile pour l'actionnaire la possibilité de donner un véritable point de vue sur chacun des aspects faisant partie de la proposition combinée, ce qui amenuise d'autant son pouvoir de vote. Voir James D Cox et al, « Quietting the Shareholders' Voice: Empirical Evidence of Pervasive Bundling in Proxy Solicitations » (2016) 89:6 S Cal L Rev 1179.

182. Hansell et al, *supra* note 6 à la p 164.

183. Latham et Watkins, *supra* note 121 à la p 4.

184. Paul Rose, « On the Role and Regulation of Proxy Advisors » (2010) 109:1 Mich L Rev 62 à la p 64.

*The proxy advisory firms' methodology for recommending voting positions [...] consists of an increasingly complex set of voting policies designed to cover every vote on every shareholder meeting ballot. Application of those policies is routinized and implemented by a combination of computer systems and a low cost labor source that has the capability of linking the voting policies to the actual ballot issues, as presented in each company's proxy materials.* (Nathan et Mehta, *supra* note 106 à la p 20).

Pour une critique de cette méthode, voir US Chamber of Commerce, *supra* note 138 à la p 5; Glassman et Peirce, *supra* note 48 à la p 2. Voir dans la presse D F Larcker et A L McCall, « Proxy Advisers Don't Help Shareholders », *The Wall Street Journal* (8 décembre 2013). L'auteur suivant se montre plus réservé sur cette méthode qui conviendrait à certaines entreprises: Bill Libit, « Proxy Advisory Firms and Corporate Governance Practices: One Size Does Not Fit All » (18 juin 2014), *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, en ligne: <corp.gov.law.harvard.edu/2014/06/18/proxy-advisory-firms-and-corporate-governance-practices-one-size-does-not-fit-all/>.

forcément en accord avec l'intérêt de la société en cause<sup>185</sup> et qui ne tiennent pas compte de la situation de chacune des sociétés<sup>186</sup>. Si l'agence ISS adapte, en général, ses politiques selon le pays, la bourse et la taille de l'entreprise en cause, et affirme permettre à ses analystes de prendre en considération certaines circonstances particulières, si nécessaire, son guide annuel laisse peu de place au cas par cas<sup>187</sup>. L'agence Glass Lewis prétend laisser ses analystes décider de la nécessité de faire une analyse basée sur les circonstances entourant une société<sup>188</sup>, mais il n'est pas facile de savoir si la réalité concorde avec ce qu'elle affirme. La difficulté de rendre plus souples les analyses produites par les agences de conseil en vote est liée à la nécessité de mettre en place une méthode (et de disposer aussi des ressources suffisantes<sup>189</sup>) susceptible de répondre adéquatement au défi qui consiste à faire un grand nombre de recommandations en peu de temps<sup>190</sup>. La fin d'exercice de beaucoup de sociétés est au même moment et les assemblées annuelles se déroulent dans la même période de l'année<sup>191</sup>. Or, le modèle d'affaires des agences de conseil en vote est tel qu'il leur est, pour ainsi dire, impossible de traiter avec attention et réactivité le volume considérable de rapports qu'elles doivent produire dans ce très court laps de temps<sup>192</sup>.

---

185. Hansell et al, *supra* note 6 aux pp 164–66; Tingle, «Bad Company!», *supra* note 33 aux pp 726, 732 et 743–44.

186. Nathan et Mehta, *supra* note 106 à la p 19. Voir dans la presse Nicolas Donatiello et Harvey L Pitt, «Protecting Shareholders from Activist Proxies», *The Wall Street Journal* (28 mai 2015).

187. Tingle, «Bad Company!», *supra* note 33 à la p 739. Une étude sur le *say on pay* contredit cependant cette affirmation : Ertimur, Ferri et Oesch, *supra* note 45 aux pp 962–64.

188. Hansell et al, *supra* note 6 à la p 166.

189. «*The problem begins with a simple fact: proxy advisors lack the resources to make adequate judgments*» (Glassman et Verret, *How to Fix*, *supra* note 10 à la p 17). Les agences de conseil en vote ont en effet une capacité limitée de s'adapter aux clients. Ainsi, l'agence Glass Lewis gère plus de 2 000 sociétés dans plus de 100 pays avec seulement 200 chercheurs (Glassman et Peirce, *supra* note 48 à la p 2). Au sujet du manque de moyens en personnel, voir US Chamber of Commerce, *supra* note 138 à la p 5; James Woolery et Louis J Bevilacqua, «Boards Should Minimize the Role of Proxy Advisors» (31 octobre 2013), *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, en ligne : <corpgov.law.harvard.edu/2013/10/31/boards-should-minimize-the-role-of-proxy-advisors/>.

190. Latham et Watkins, *supra* note 121 à la p 4.

191. Yvan Allaire, *Le rôle préoccupant des agences de conseil en vote* («proxy advisors») : *quelques recommandations de politiques*, 7<sup>e</sup> prise de position, Montréal, IGOPP, 2013 à la p 8, en ligne : <igopp.org/wp-content/uploads/2014/07/PP\_RolePreoccupantConseillersVote-pp7\_Allaire\_FR-singlepage-SHORT\_v2.pdf>; Latham et Watkins, *supra* note 121 à la p 4.

192. Yvan Allaire, *supra* note 191.



**33.** Une interrogation additionnelle porte sur l'exactitude des faits utilisés par les agences de conseil en vote pour établir leurs conclusions. Les agences ISS et Glass Lewis agissent différemment dans ce domaine. D'un côté, l'agence ISS transmet son rapport et ses recommandations à la société avant de les remettre aux investisseurs, pour permettre à celle-ci de corriger des problèmes quant aux faits utilisés dans le rapport. L'agence fait aussi appel à un vérificateur externe pour réviser la qualité de l'information utilisée<sup>193</sup>. D'un autre côté, l'agence Glass Lewis s'en tient aux faits divulgués publiquement par la société et ne lui remet donc pas son rapport avant de l'envoyer à ses clients. Même quand un représentant de l'agence Glass Lewis doit, pour des raisons exceptionnelles, rencontrer des représentants de la société avant de finir son rapport, il ne leur donne pas l'accès au rapport et ne leur permet pas de le commenter avant son envoi. Plus globalement, les représentants des deux agences rencontrent ceux des entreprises pour discuter de leurs politiques (sur demande de la société dans le cas de l'agence Glass Lewis) et ont adopté de nouvelles mesures en 2012 pour faciliter ces rencontres<sup>194</sup>. Cependant, l'utilisation mauvaise ou incomplète des données fournies par les agences de conseil en vote, lors de l'élaboration de leurs recommandations<sup>195</sup>, inquiète les sociétés<sup>196</sup>. Cette inquiétude est accentuée par le fait que celles-ci n'ont aucun moyen de faire réviser une recommandation basée sur des renseignements erronés ou une mauvaise analyse, lorsque l'agence de conseil en vote décide de ne pas leur soumettre son rapport avant de le transmettre aux investisseurs<sup>197</sup> ou ne veut pas faire

---

193. Lettre de Martha Carter, directrice générale et chef de Global Research ISS, et Debra Sisti, vice-présidente et chef de Canadian Research ISS, à Anne-Marie Beaudoin, secrétaire générale de l'AMF, et John Stevenson, secrétaire de la CVMO, (21 juin 2014), en ligne : <[www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com\\_20140621\\_25-201\\_carterm\\_sistid.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com_20140621_25-201_carterm_sistid.pdf)>.

194. ACVM, *supra* note 6 à la 20.

195. *Concept Release*, *supra* note 50 aux pp 118 et s. Ce risque est amplifié par le manque de compétence, dénoncé par certains, d'une partie du personnel des agences de conseil en vote (Lettre de Lindsay Mathews, vice-présidente, directrice juridique et secrétaire générale de Gildan, à Anne-Marie Beaudoin, secrétaire générale de l'AMF, et John Stevenson, secrétaire de la CVMO, (21 septembre 2012), en ligne : <[www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com\\_20120921\\_25-401\\_mathewsl.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com_20120921_25-401_mathewsl.pdf)>; Lettre de Carol Hansell, associée du cabinet Davies Ward Philips & Vineberg LLP, à la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique (CVMCB) et al, (20 septembre 2012) à la p 6, en ligne : <[www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com\\_20120920\\_25-401\\_hansellc.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com_20120920_25-401_hansellc.pdf)> [Lettre de Carol Hansell].

196. Hansell et al, *supra* note 6 à la p 166.

197. *Ibid* à la p 168.

la modification<sup>198</sup>. Ce genre d'erreur a déjà eu lieu<sup>199</sup> et est donc loin d'être un risque hypothétique<sup>200</sup>.

## D. Manque de transparence sur les méthodes

**34.** L'absence de transparence des méthodes afin de parvenir à une recommandation est une critique soulevée de manière récurrente<sup>201</sup>. En effet, lorsqu'on s'interroge sur la qualité du processus de recommandation, il est difficile de parvenir à des conclusions définitives puisque les agences de conseil en vote ne transmettent au grand public que ce qu'elles jugent elles-mêmes approprié, ce qui est finalement assez limité. Seul un guide général annuel sur les politiques de vote est publié, ce qui ne permet pas de connaître la méthodologie exacte utilisée. Il arrive, cependant, que le résultat du processus, c'est-à-dire la recommandation elle-même, soit divulgué par des clients des agences. Il en va ainsi pour des raisons stratégiques, tant la recommandation en

---

198. Eckstein, *supra* note 64 à la p 107.

199. US Chamber of Commerce, *supra* note 138 à la p 5; Lettre de Brigitte K Catellier, vice-présidente, affaires juridiques et secrétaire d'Astral Media, à la CVMCB et al, (21 septembre 2012) à la p 2, en ligne : <[www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com\\_20120921\\_25-401\\_catellierb.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com_20120921_25-401_catellierb.pdf)>; Lettre de Lynn Beaugard, présidente d'Astral Media, et David Masse, président du conseil d'administration de la Société canadienne des secrétaires corporatifs, à John Stevenson, secrétaire de la CVMO, et Anne-Marie Beaudoin, secrétaire générale de l'AMF, (21 septembre 2012) à la p 6, en ligne : <[www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com\\_20120921\\_25-401\\_beaugardl\\_massed.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com_20120921_25-401_beaugardl_massed.pdf)>; Stern, *supra* note 162; Lettre de Neila B Radin, Chair of Securities Law Committee of The Society of Corporate Secretaries & Governance Professionals, à Elizabeth M Murphy, US SEC Secretary, (27 décembre 2010), en ligne : <[www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-289.pdf](http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-289.pdf)>; Lettre de Dannette L Smith, Secretary to the Board of United Health Group, à Elizabeth M Murphy, US SEC Secretary, (22 octobre 2010), en ligne : <[www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-235.pdf](http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-235.pdf)>. Les erreurs dans l'information ou l'interprétation de celle-ci ne seraient pas anecdotiques et se reproduiraient année après année : Lettre de Neila B Radin, *ibid*. Une étude expose des témoignages acides sur les méthodes des agences de conseil en vote :

*One participant noted, "They can be a bit sloppy – they don't always double-check their data points, and votes get lost sometimes. This just fuels more criticism." Another asset manager was more critical: "On occasion, the research we receive from them is wrong. It's prepared by relatively junior people. We're not going to substitute work from someone who's been at this for six months for [work by] our analysts, who've been following a company for years." (Bew et Fields – Tapestry Network inc, *supra* note 46 à la p 18).*

200. ACVM, *supra* note 6 à la p 20. Cependant, des études se questionnent sur l'importance de ces erreurs rapportées par les entreprises : Dent Jr, *supra* note 44 à la p 1313.

201. La Chambre de commerce états-unienne emploie l'expression « *black box* » (Rachel McTague, « Chamber Approaches Risk Metrics with Proposed Changes to Policy Setting » (2008) 40 Securities Regulation & L Report 569 à la p 589). Dans la doctrine, voir Belinfanti, « Oversight and Control », *supra* note 10 à la p 419. Voir aussi dans la presse Critchley, « Len Racioppo », *supra* note 162; Chenoweth, *supra* note 162.

défaveur de l'adoption d'une mesure est susceptible d'influencer les actionnaires qui ne sont pas clients de l'agence. Le rapport de l'agence accompagnant les recommandations, lequel est remis aux clients, n'est pas diffusé au grand public et n'est généralement pas divulgué par les clients non plus.

**35.** L'ensemble du processus utilisé par les agences de conseil en vote demeure opaque, y compris pour les investisseurs qui font appel à leurs services<sup>202</sup>. La plupart d'entre eux se fient à l'idée que les méthodes respectent les normes de bonne gouvernance qu'ils considèrent eux-mêmes comme importantes, même si, dans les faits, ils ne peuvent vérifier le processus utilisé<sup>203</sup>. Bien qu'ils soient au fait des politiques générales des agences, les investisseurs ne connaissent pas le poids accordé à chaque facteur, la manière dont ces facteurs sont pris en compte dans les méthodes d'analyse, ni le modèle d'analyse employé. Il est d'ailleurs impossible de déterminer si les recommandations sont cohérentes entre elles au sein d'une même agence de conseil en vote. En effet, il est nécessaire d'avoir accès à la documentation de vote des sociétés, aux recommandations et aux rapports des agences pour effectuer une telle compilation<sup>204</sup>, ce qui suppose d'amasser une quantité considérable de renseignements qui ne sont pas librement accessibles. Cependant, des études récentes remettent en question le respect, par les agences, de leurs propres lignes directrices lors de l'émission d'une opinion en faveur ou en défaveur d'une entreprise<sup>205</sup>. Les conclusions de ces recherches sont inquiétantes. La réserve sur l'information divulguée empêche les tierces parties de surveiller ou d'étudier efficacement la méthodologie des agences. Les chercheurs avancent des hypothèses pour expliquer les recommandations en se basant sur des analyses statistiques, mais ils ne sont pas en mesure d'apporter des réponses définitives relativement à la méthodologie de chaque agence<sup>206</sup>. Enfin, la difficulté à comprendre exactement ce

---

202. Eckstein, *supra* note 64 à la p 93.

203. Choi, Fisch et Kahan, « Myth or Reality? », *supra* note 42 à la p 917; ACVM, *supra* note 6 à la p 9.

204. Latham et Watkins, *supra* note 121 à la p 4.

205. American Accounting Association, communiqué, « Proxy Advisors Are a Weak Link in Ratification of Corporate Auditors, New Research Finds — Why Are the Advisors' Recommendation So Rarely Against Approval? » (23 février 2017), en ligne : <[aaahq.org/Outreach/Newsroom/Press-Releases/3-17-Proxy-advisors-are-a-weak-link](http://aaahq.org/Outreach/Newsroom/Press-Releases/3-17-Proxy-advisors-are-a-weak-link)>.

206. Voir, par exemple, Choi, Fisch et Kahan, « Myth or Reality? », *supra* note 42 à la p 886. Les conclusions de cette étude sur les facteurs susceptibles de toucher les recommandations sur les élections des administrateurs se basent sur des taux de corrélation, mais ne permettent pas d'établir une relation de cause à effet, comme les auteurs le font remarquer eux-mêmes.

qui se produit dans chaque agence de conseil en vote entraîne une difficulté, pour les investisseurs institutionnels, à déterminer laquelle use de la méthode qui se rapproche le plus de leur philosophie en matière de bonne gouvernance. Pourtant, la transparence de la politique de vote d'une agence de conseil est essentielle, dans la mesure où elle rend lisible l'opinion de celle-ci sur les thèmes susceptibles d'être présentés à l'assemblée des actionnaires et, plus spécifiquement, permet une meilleure compréhension, par les investisseurs et par les émetteurs, des raisons pour lesquelles l'agence de conseil exprime une recommandation positive ou négative sur un projet de résolution particulier<sup>207</sup>.

**36.** Cependant, les agences de conseil en vote vendent aux investisseurs leurs méthodes d'analyse. En conséquence, il serait plus que surprenant qu'elles acceptent de les rendre publiques<sup>208</sup>. Ainsi, la possibilité de requérir davantage d'information de la part des agences est limitée. De plus, renforcer la transparence quant aux méthodes utilisées pourrait avoir pour effet d'instrumentaliser les agences de conseil en vote, qui pourraient être au service d'acteurs cherchant à faire approuver des résolutions. En effet, selon des études, les conseils d'administration (et les actionnaires dissidents) n'hésitent pas à rédiger leurs résolutions pour qu'elles concordent, en apparence, avec les politiques de vote des plus grandes agences de conseil en vote, afin de favoriser l'obtention d'une recommandation en leur faveur<sup>209</sup>. Si une augmentation de la transparence favorise l'apparition de concurrents aux agences ISS et Glass Lewis, elle est également susceptible d'amplifier un tel phénomène.

---

207. Autorité des marchés financiers (France), *supra* note 151 à la p 2.

208. Boisseau, *supra* note 48; Lettre de Debra L Sisti, vice-présidente, Canadian Research ISS, et de Martha Carter, directrice générale, Global Research ISS, à Anne-Marie Beauoin, secrétaire générale de l'AMF, et John Stevenson, secrétaire de la CVMO, (10 août 2012), en ligne : <[www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com\\_20120810\\_25-401\\_sistid\\_carterm.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com_20120810_25-401_sistid_carterm.pdf)>.

209. Tingle, «Bad Company!», *supra* note 33 à la p 772; Larcker, McCall et Ormazabal, «Outsourcing Shareholder», *supra* note 91 à la p 173. Cette tendance se remarque plus particulièrement dans le cadre de recommandations données à l'échelon international, car il est plus difficile pour l'investisseur de s'informer lui-même (Bew et Fields — Tapestry Network inc, *supra* note 46). Une autre étude a aussi relevé que certaines propositions sont écrites de manière à apparaître routinières afin de ne pas éveiller l'attention et obtenir plus de votes favorables (Belinfanti, «Oversight and Control», *supra* note 10).

### III. LECTURE CRITIQUE DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE 25-201

**37.** L'industrie du conseil en vote a évolué dans le sillage des changements réglementaires émanant des autorités boursières, telle la SEC, lesquelles ont poussé les investisseurs à déléguer leurs activités d'analyse de vote aux agences<sup>210</sup>. Au regard du rôle controversé des agences de conseil en vote, les régulateurs ne sont pas restés inactifs<sup>211</sup>. D'une part, une comparaison des choix réglementaires effectués par les États démontre que l'approche fondée sur les principes emporte une certaine adhésion (sans que l'édition de règles contraignantes soit pour autant rejetée) (A). D'autre part, cette comparaison amène à jeter un regard critique sur la position canadienne exprimée dans l'*Instruction générale 25-201 relative aux indications à l'intention des agences de conseil en vote* (ci-après « *Instruction générale 25-201* »)<sup>212</sup> et à mettre en lumière certaines lacunes (B).

#### A. Comparaison des approches réglementaires

**38.** La mise en perspective des choix effectués par les États pour encadrer l'activité des agences de conseil en vote démontre que l'approche basée sur des principes a la préférence (1). Toutefois, le débat reste ouvert (2)<sup>213</sup>. Considérant l'influence du cadre législatif états-unien sur l'arrivée des agences de conseil en vote au Canada, son analyse est utile à la réflexion sur la réglementation canadienne. Il est également pertinent d'exposer la position de l'Union européenne, qui a réagi à plusieurs reprises.

---

210. Lettre de Joan Conley, Senior Vice President and Secretary of NASDAQ OMX, à Elizabeth M Murphy, US SEC Secretary, (4 décembre 2013).

211. David A Katz et Laura A McIntosh, « Important Proxy Advisor Developments », *New York Law Journal* (25 septembre 2014) à la p 2, en ligne : <[www.newyorklawjournal.com/id=1202671163138/Important-Proxy-Advisor-Developments](http://www.newyorklawjournal.com/id=1202671163138/Important-Proxy-Advisor-Developments)>.

212. ACVM, *Instruction générale 25-201 relative aux indications à l'intention des agences de conseil en vote*, 2015 à la p 1, en ligne : <[lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/25-201/2015-04-30/2015avril30-25-201-ig-final-fr.pdf](http://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/25-201/2015-04-30/2015avril30-25-201-ig-final-fr.pdf)> [*Instruction générale 25-201*].

213. À titre d'illustration, la SEC, dans son examen des priorités de l'année 2015, a fait savoir que la manière dont les agences de conseil en vote émettent leurs recommandations et les conflits d'intérêts dans lesquels elles se trouvent demeurent des sujets sur lesquels l'autorité boursière états-unienne va travailler (SEC, communiqué, « SEC Announces 2015 Examination Priorities » (13 janvier 2015), à la p 4, en ligne : <[www.sec.gov/news/pressrelease/2015-3.html](http://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-3.html)>).

## 1. Approche souple

**39.** Aux États-Unis, les agences de conseil en vote évoluent dans un environnement non réglementé, n'étant pas, à ce jour, directement visées par la législation en vigueur. Celles-ci peuvent toutefois être assujetties à des obligations découlant de régimes juridiques non spécifiques à leurs activités<sup>214</sup>. Par exemple, l'agence de conseil en vote ISS et d'autres de moindre taille sont actuellement enregistrées à titre de conseillers en placement à la SEC et sont donc soumises à l'*Investment Advisers Act* de 1940<sup>215</sup>. Dans les rares cas où elles ne peuvent se fonder sur une exemption, les agences de conseil en vote sont également assujetties aux règles régissant la sollicitation de procurations du *Securities Exchange Act of 1934*<sup>216</sup>.

**40.** Dans ce contexte, et en raison des effets de leur activité sur les grandes sociétés cotées, les agences de conseil en vote ont fait l'objet, aux États-Unis, d'un débat important dans la dernière décennie. Après avoir recueilli de nombreux commentaires, la SEC a retenu une solution basée sur l'usage des mécanismes juridiques déjà existants, jugeant que les forces du marché étaient suffisantes pour discipliner les agences de conseil en vote. Afin de répondre aux inquiétudes partagées par plusieurs acteurs de l'industrie, les services de la SEC (la Division of Investment Management et la Division of Corporation Finance) ont émis, le 30 juin 2014, un bulletin d'interprétation (sous la forme de 13 questions-réponses) visant à clarifier la responsabilité des conseillers en placement états-uniens relativement au vote et à la portée de deux exemptions aux règles fédérales sur les sollicitations de procurations, utilisées par les agences de conseil en vote<sup>217</sup>. Ce bulletin donne des exemples de mesures pouvant être prises pour s'assurer que l'exercice du vote des actions détenues est réalisé dans l'intérêt supérieur des clients. Dans ce bulletin, il est également indiqué que les règles en place n'exigent pas des conseillers en placement qu'ils exercent, dans

---

214. Voir notamment United States Government Accountability Office, *Corporate Shareholder Meetings: Proxy Advisory Firms' and Corporate Governance Practices*, Report to the Chairman, Subcommittee on Economic Policy, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, US Senate, 2016 aux pp 8–11.

215. À ce propos, voir *ibid.* À la différence d'ISS et de Proxy Governance Inc, Glass Lewis ou Egan-Jones ne font l'objet d'aucun enregistrement (United States Government Accountability Office, *supra* note 45).

216. United States Government Accountability Office, *ibid.*

217. SEC, *Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms*, Staff Legal Bulletin n° 20 (IM/CF), 2014.

tous les cas, leur droit de vote. En ce sens, ceux-ci disposent d'une certaine latitude pour établir, avec leurs clients, l'étendue de leurs obligations quant au vote. Finalement, le bulletin de la SEC mentionne quelques éléments qui devraient être examinés par les conseillers en placement lors de leur évaluation de la pertinence de faire appel à une agence de conseil en vote.

**41.** Au Canada, la situation réglementaire des agences de conseil en vote est proche de celle qui existe aux États-Unis. Le régime d'inscription, prévu pour les conseillers, ne s'applique pas aux activités des agences puisque celles-ci ne conseillent pas leurs clients en matière d'achat et de vente de valeurs mobilières, ou de souscription à celles-ci<sup>218</sup>. Il en est de même pour le régime encadrant la sollicitation de procurations, la définition de « sollicitation » excluant les recommandations communiquées dans le cadre normal des activités de l'agence<sup>219</sup>. Dans les deux cas, les ACVM ont jugé que des modifications à ces régimes pour y inclure les agences de conseil en vote ne seraient pas souhaitables ni adaptées au rôle que celles-ci jouent dans l'écosystème financier<sup>220</sup>. Les ACVM ont opté pour l'approche états-unienne, à savoir un encadrement par principe, estimant que les agences « [...] [exercent] un rôle important dans le processus de vote par procuration en fournissant des services facilitant la participation des investisseurs, tels que l'analyse des documents relatifs aux procurations et la formulation de recommandations de vote ». Ainsi, l'*Instruction générale 25-201 relative aux indications à l'intention des agences de conseil en vote* fournit plusieurs indications quant aux pratiques exemplaires et à la communication de l'information. Cette approche se distingue cependant de celle des États-Unis par le fait qu'elle a pour objet les seules agences de conseil en vote.

**42.** Dans une première partie, les ACVM traitent des conflits d'intérêts en réitérant l'importance, pour les agences, d'offrir objectifs à leurs clients des services indépendants<sup>221</sup>. Pendant longtemps, les

---

218. Le conseiller est défini comme étant « toute personne qui exerce ou se présente comme exerçant l'activité consistant à conseiller autrui en matière d'investissement en valeurs ou d'achat, de souscription ou de vente de valeurs ou à gérer un portefeuille de valeurs » (*Loi sur les valeurs mobilières, supra* note 22, art 5).

219. *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, RLRQ, c V-1.1, r 24, art 1.1(d) et (k)(iii), « solliciter ». Voir aussi Hansell et al, *supra* note 6 à la p 47.

220. ACVM, *supra* note 6 aux pp 23 et s.

221. *Ibid* au para 2.1.

agences n'ont pas eu à respecter de règles concernant la gestion des conflits d'intérêts<sup>222</sup>. Tel n'est plus le cas. Les ACVM recommandent de mettre en place des politiques, des procédures, des mesures de protection et de contrôle, un code de conduite et des critères d'évaluation périodique de ces derniers outils, lesquels devraient être publiquement disponibles dans la mesure du possible, et leur application devant être surveillée par le conseil d'administration. L'agence de conseil en vote devrait également informer ses clients, en temps utile, de conflits d'intérêts réels ou potentiels. Dans une seconde partie, les ACVM s'intéressent à la transparence des processus suivis afin d'arriver à une recommandation, rappelant l'importance, pour les clients, d'être en mesure d'évaluer la qualité des services rendus<sup>223</sup>. Ainsi, les agences doivent s'appuyer sur de l'information publique et se doter de procédures et de politiques visant à réduire le risque d'inexactitudes ou d'erreurs factuelles. Les ACVM encouragent également les agences à divulguer leur méthodologie de recherche et d'analyse. Subsidiairement, l'*Instruction générale 25-201* énonce l'importance de posséder des ressources humaines et techniques suffisantes afin de formuler des recommandations rigoureuses et crédibles. Finalement, les ACVM recommandent aux agences de conseil en vote plusieurs pratiques concernant la communication avec leurs clients et les autres parties prenantes, notamment quant aux renseignements qui devraient être divulgués<sup>224</sup>.

**43.** En Europe, l'AEMF a lancé une consultation, en mars 2012, afin de mesurer l'influence des agences de conseil en vote et la pertinence d'une réglementation européenne<sup>225</sup>. Cette consultation a donné lieu à une prise de position de l'AEMF<sup>226</sup> favorable non seulement à l'absence de mesures contraignantes<sup>227</sup>, mais encore à l'édiction de

---

222. Les agences de conseil en vote Glass Lewis et ISS avaient déjà établi certains processus au moment de la publication de l'*Instruction générale 25-201*. Voir *infra* pour plus de détails.

223. *Instruction générale 25-201*, *supra* note 212 au para 2.2.

224. *Ibid* au para 2.4.

225. Au sujet des principales inquiétudes et préoccupations de l'AEMF sur les agences de conseil en vote, voir John Plender, « Watchdog Targets the Proxy Advisers », *Financial Times* (24 juin 2012), en ligne : <[www.ft.com/content/691a83ac-b969-11e1-a470-00144feabdc0](http://www.ft.com/content/691a83ac-b969-11e1-a470-00144feabdc0)>.

226. ESMA, *supra* note 150; Best Practices Principles Group, *Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis*, 2014 à la p 11, en ligne : <[bppgrp.info/wp-content/uploads/2014/03/BPP-ShareholderVoting-Research-2014.pdf](http://bppgrp.info/wp-content/uploads/2014/03/BPP-ShareholderVoting-Research-2014.pdf)>.

227. ESMA, *supra* note 150 au para 13.



normes provenant de l'industrie elle-même<sup>228</sup>. L'AEMF a choisi d'être favorable à l'autorégulation par l'entremise de l'élaboration, par les agences, d'un code de conduite européen, à partir des principes de haut niveau qu'elle a établis. Après l'édiction des lignes directrices de l'AEMF, un comité *ad hoc* de rédaction du code de conduite a été constitué en mars 2013. Le comité a publié en mars 2014 un code qui se concentre sur les pratiques exemplaires. Le champ des acteurs concernés est limité aux fournisseurs de recherche en gouvernance (*governance research providers*), ce champ incluant la fourniture de recommandations de vote et de services connexes. Les pratiques exemplaires s'appliquent à des signataires, qui sont membres actuels ou potentiels du groupe, chacun d'eux devant publier, sur le site du comité, une déclaration de conformité avec les principes, lors de son adhésion. En vertu du code, les agences de conseil en vote doivent publier leurs pratiques dans trois domaines : la qualité de service (politique et méthodologie de recherche et orientation de vote); la détermination et la gestion des conflits d'intérêts potentiels et réels, ainsi que des exemples de procédures de gestion et d'atténuation de ces conflits; et la politique de communication aux émetteurs, actionnaires déposant des résolutions, médias et autres parties prenantes. Plus récemment, la directive sur les droits des actionnaires<sup>229</sup> a été modifiée en vue de promouvoir l'engagement à long terme de ceux-ci<sup>230</sup>. Dans ce texte, l'Union européenne est en droite ligne de l'approche de l'AEMF, puisqu'elle impose des mesures non contraignantes aux agences de conseil en vote<sup>231</sup>. Selon lui, les États membres doivent inciter les agences à produire un bilan d'application de leur code de conduite. Celles-ci doivent également communiquer certains renseignements essentiels liés à l'élaboration de leurs recherches, conseils et recommandations de vote, aux conflits d'intérêts réels ou potentiels, et aux relations commerciales susceptibles d'influencer l'élaboration des recherches, conseils et recommandations de vote. Ces renseignements doivent rester à la disposition du public pendant une période

---

228. ESMA, *ibid* aux para 11, 12, 14 et 108. Voir June Rhee, « Best Practice Principles for Proxy Advisors and Chairman's Report » (10 juin 2014), *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, en ligne : <corpgov.law.harvard.edu/2014/06/10/best-practice-principles-for-proxy-advisors-and-chairmans-report/>.

229. Directive 2007/36/CE, *supra* note 57 à la p 17.

230. Directive du Parlement européen modifiant la directive 2007/36/CE, *supra* note 59.

231. Si les mesures exposées ci-après ne sont pas obligatoires, les agences qui ne les appliquent pas doivent justifier leur décision en donnant une explication claire et motivée selon le principe « se conformer ou s'expliquer ».

d'au moins trois ans afin de permettre aux investisseurs institutionnels de choisir les services des agences en tenant compte de leurs performances passées<sup>232</sup>.

## 2. Approche contraignante

**44.** Le débat sur l'encadrement des agences de conseil en vote ne semble pas clos du côté états-unien. En juin 2016, un projet de loi intitulé *Corporate Governance Reform and Transparency Act* a été déposé devant le 114<sup>e</sup> congrès, à l'initiative du Comité sur les services financiers de la Chambre des représentants<sup>233</sup>. Bien que ce projet de loi ait disparu du programme législatif avec la fin de ce congrès, son étude témoigne d'une volonté politique d'adopter une ligne plus dure envers les agences de conseil en vote. Afin d'« [...] améliorer la qualité des agences de conseil en vote pour la protection des investisseurs et de l'économie états-unienne, dans l'intérêt public, en encourageant la responsabilité, la transparence, la réactivité et la concurrence dans l'industrie du conseil en vote » [notre traduction]<sup>234</sup>, ce projet propose la modification du *Securities Exchange Act of 1934* pour imposer aux agences plusieurs obligations, dont celle d'être enregistrées auprès de la SEC. Dans ses grandes orientations, cette réforme établit une procédure exigeant des agences de conseil en vote qu'elles soumettent de nombreux documents et de l'information (notamment sur leur structure organisationnelle, sur les procédures mises en place relativement à la gestion des conflits d'intérêts et sur les procédures et la méthodologie utilisées pour en arriver à des recommandations de vote), et ce, afin d'obtenir une certification obligatoire pour poursuivre leurs activités<sup>235</sup>. L'information fournie à cette occasion, ainsi que toute information subséquente contenue dans des mises à jour, serait rendue publique sous réserve d'exceptions<sup>236</sup>. Le projet de loi vise aussi à imposer aux agences de conseil en vote l'établissement de procédures raisonnables permettant aux entreprises de recevoir une version préliminaire des recommandations et de disposer d'un délai pour communiquer leurs commentaires. Enfin, les agences se voient contraintes

---

232. *Directive du Parlement européen modifiant la directive 2007/36/CE, supra note 59, considérant 26.*

233. É-U, Bill HR 5311, *Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016*, 114<sup>e</sup> Cong, 2016.

234. *Ibid*, Préambule.

235. *Ibid*, s 3.

236. *Ibid*.

de nommer un *ombudsman*, chargé de recevoir les plaintes des entreprises, plaintes qui doivent être traitées dans un délai raisonnable et avant que se tienne le vote<sup>237</sup>.

**45.** Ce projet n'a pas fait l'unanimité au sein de l'industrie financière. Dans une lettre publique, le Conseil des investisseurs institutionnels (*Council of Institutional Investors*) s'est inquiété du droit de regard accordé aux sociétés sur la version provisoire des recommandations et a estimé que cette obligation donnerait une influence aux sociétés, laquelle serait de nature à éroder l'objectivité des recommandations actuellement fournies<sup>238</sup>. Cet organisme a aussi estimé qu'une telle obligation inciterait les sociétés faisant l'objet de recommandations négatives à retarder le plus longuement possible la production du rapport final, compte tenu du système déjà fortement limité en matière de temps. Enfin, le Conseil des investisseurs institutionnels a partagé ses inquiétudes quant aux coûts (lesquels n'ont pas fait l'objet d'estimations) qu'engendrerait le respect de la loi proposée et quant à la création d'une barrière à l'entrée de nouveaux concurrents dans le marché des conseils en vote. Des inquiétudes semblables ont également été exprimées par la *Principle for Responsible Investment Association*<sup>239</sup>.

**46.** Même si l'approche contraignante ne semble pas être la plus utilisée, il faut signaler que la France soumet déjà les agences de conseil en vote à une réglementation rigoureuse<sup>240</sup>. D'une part, l'article L. 225-106-1 du *Code de commerce* impose, à tout mandataire exerçant le vote d'un investisseur, de révéler certains faits précis et sanctionne le non-respect de cette règle : « Lorsqu'en cours de mandat, survient l'un des faits mentionnés aux alinéas précédents, le mandataire en informe sans délai son mandant. À défaut par ce dernier de confirmation expresse du mandat, celui-ci est caduc. La caducité du mandat est notifiée sans délai par le mandataire à la société ». D'autre part, l'article L. 225-106-2 du *Code de commerce* impose aux agences de conseil

---

237. *Ibid.*

238. Lettre du Council of Institutional Investors, au Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, (6 septembre 2016).

239. Lettre de Fiona Reynolds, Managing Director of Principles for Responsible Investment Association, à l'honorable Jeb Hensarling, Chairman House Committee on Financial Services, et à l'honorable Maxine Water, Banking Member of the House Committee on Financial Services, (3 août 2016).

240. Ces mesures ont été complétées quelques mois plus tard par la recommandation n° 2011-06 de l'AMF. Pour plus de détails, voir Anne-Claire Rouaud, « Regulating Proxy Advisors: French Law's Approach » (2015) 3 RTDF 69.

en vote une obligation de transparence<sup>241</sup>, également sanctionnée par une autre disposition : l'article L. 225-106-3 du *Code de commerce*.

## B. Discussion sur la pertinence de la position canadienne

**47.** La politique législative en matière d'agences de conseil en vote renvoie au choix fondamental d'encadrer le marché et ses acteurs<sup>242</sup> entre régulation contraignante (de type *rules-based*) et régulation souple (de type *principles-based*)<sup>243</sup>. Deux positions s'opposent alors : d'un côté, on préconise l'imposition de règles strictes, alors que de l'autre, on s'appuie sur des solutions moins contraignantes, comme la mise en place de lignes directrices ou la méthode « se conformer ou s'expliquer » (*comply-or-explain*<sup>244</sup>).

**48.** Si la nature de l'intervention réglementaire est complexe à déterminer<sup>245</sup>, un triple constat s'impose. Premièrement, une approche non interventionniste n'est pas envisageable. Des critiques sur les méthodes

---

241. Art L. 225-106-2 *Code du commerce*:

Toute personne qui procède à une sollicitation active de mandats, en proposant directement ou indirectement à un ou plusieurs actionnaires, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, de recevoir procuration pour les représenter à l'assemblée d'une société mentionnée aux troisième et quatrième alinéas de l'article L. 225-106, rend publique sa politique de vote. Elle peut également rendre publiques ses intentions de vote sur les projets de résolution présentés à l'assemblée. Elle exerce alors, pour toute procuration reçue sans instructions de vote, un vote conforme aux intentions de vote ainsi rendues publiques.

242. En droit des valeurs mobilières, comptable et fiscal, ce débat sur le choix de politique législative a eu lieu à de nombreuses reprises, notamment à la suite de l'apparition de crises financières dont les causes sont souvent imputées à un excès de laisser-aller (Meir Statman, « Regulating Financial Markets: Protecting Us from Ourselves and Others » (2009) 65:3 *Fin Analysts J* 22. Voir James J Park, « The Competing Paradigms of Securities Regulation » (2007) 57:3 *Duke LJ* 625; William W Bratton, « Enron, Sarbanes-Oxley and Accounting: Rules Versus Principles Versus Rents » (2003) 48:4 *Vill L Rev* 1023; Mark W Nelson, « Behavioral Evidence on the Effects of Principles and Rules-Based Standards » (2003) 17:1 *Accounting Horizons* 91.

243. Cristie L Ford, « Principles-Based Securities Regulation in the Wake of the Global Financial Crisis » (2010) 55:2 *RD McGill* 257; Cristie L Ford, « New Governance, Compliance, and Principles-Based Securities Regulation » (2008) 45:1 *Am Bus LJ* 1; Julia Black, Martyn Hopper et Christa Band, « Making a Success of Principles-Based Regulation » (2007) 1:3 *L & Financial Markets Rev* 191; R-U, Financial Services Authority, *Principles-Based Regulation: Focusing on the Outcomes that Matter*, Londres, 2007.

244. Sridar Arcot, Valentina Bruno et Antoine Faure-Grimaud, « Corporate Governance in the UK: Is the Comply-or-Explain Approach Working? » (2005) *Corporate Governance at LSE*, Discussion Paper n° 581.

245. Catherine Maison-Blanche, « Les agences de conseil en vote : réflexion sur l'encadrement des pratiques » (2013) 9 *Bull Joly Bourse* 447; Alexandre Omaggio, « Faut-il encadrer l'activité des agences de conseil en vote (*proxy advisors*)? » (2009) 46 *JCP E* 2065.

et les résultats du travail des agences ont été formulées en Amérique du Nord et en Europe<sup>246</sup>. Deuxièmement, une approche interventionniste et contraignante, pensée de manière purement nationale, n'est pas souhaitable. Alors que sur le plan international, l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières ne s'est pas fait entendre, l'Union européenne fait ici figure d'exemple<sup>247</sup>. Troisièmement, la nature duopolistique du marché des agences de conseil en vote, marché caractérisé par la domination quasi exclusive de deux agences sises aux États-Unis<sup>248</sup>, rend tout choix réglementaire délicat. La réglementation doit être conçue en s'appuyant sur une idée forte : celle de permettre l'entrée de nouveaux concurrents pour faciliter l'élaboration de nouvelles pratiques et réduire l'influence des agences ISS et Glass Lewis<sup>249</sup>.

**49.** Les législateurs et les autorités boursières ont choisi entre deux solutions qui, chacune, comporte des avantages et des inconvénients<sup>250</sup>. D'une part, l'approche par les règles assure l'existence d'une base normative minimale, tout en augmentant la confiance des acteurs

---

246. L'importance que la qualité du travail soit assurée a été mise en lumière (par exemple, Michael Ryan, commentaires à la US SEC Proxy Advisory Firms Roundtable, présentée à Washington (DC), le 5 décembre 2013, [non publiés] en ligne : <[www.sec.gov/spotlight/proxy-advisory-services/proxy-advisory-service-transcript.txt](http://www.sec.gov/spotlight/proxy-advisory-services/proxy-advisory-service-transcript.txt)>; Bew et Fields – Tapestry Network inc, *supra* note 46 à la p 28).

247. L'auteur qui suit est en faveur d'une approche à l'échelon européen : Holger Fleischer, « Proxy Advisors in Europe: Reform Proposals Regulatory Strategies » (2012) 9:1 European Company Law 12. L'AEEM a d'ailleurs indiqué que les données recueillies ne justifiaient pas une intervention réglementaire de cette nature.

248. Dent Jr, *supra* note 44 à la p 1309. En 2009, parmi les cinq agences de conseil en vote existantes, l'agence ISS contrôlait plus de 60 % du marché contre 36 % pour l'agence Glass Lewis (Belinfanti, « Oversight and Control », *supra* note 10 aux pp 395 et s).

249. Un mauvais choix fermerait le marché du conseil en vote. Voir Lettre de Julie Cays, présidente de l'Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite, à Anne-Marie Beaudoin, secrétaire générale de l'AMF, et John Stevenson, secrétaire de la CVMO, (21 septembre 2012); Lettre de Jane Ambachtsheer, Mercer Partner, à John Stevenson, secrétaire de la CVMO, et Anne-Marie Beaudoin, secrétaire générale de l'AMF, (20 août 2012); Lettre de Daniel E Chornous, président du conseil de la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance (CCBG), à Anne-Marie Beaudoin, secrétaire générale de l'AMF, et John Stevenson, secrétaire de la CVMO, (19 septembre 2012), en ligne : <[www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/submission\\_re\\_csa\\_consultation\\_paper\\_25-401signed-1.pdf](http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/submission_re_csa_consultation_paper_25-401signed-1.pdf)>.

250. Les avantages sont les suivants : précision et certitude pour la régulation contraignante *versus* flexibilité, sensibilité au contexte, justesse et adaptabilité pour la régulation souple. Les inconvénients sont les suivants : pour la régulation contraignante, rigidité, réactivité, peu sensible au contexte, encourageant les comportements d'évitement des acteurs sophistiqués, *versus* imprévisibilité, incertitude, difficulté à interpréter, facilitant les conduites arbitraires pour la régulation souple. Voir Cass R Sunstein, « Problems with Rules » (1995) 83:4 Cal L Rev 953; Louis Kaplow, « Rules Versus Standards: An Economic Analysis » (1992) 42:3 Duke LJ 557; Kathleen M

du marché. Cependant, cette approche crée des attentes de bon fonctionnement qui ne correspondent pas toujours à la réalité, et décourage les acteurs de demeurer vigilants et les agences de conseil en vote, d'étudier ou de réviser leurs méthodes<sup>251</sup>. En parallèle, l'imposition de règles contraignantes est coûteuse pour les entreprises<sup>252</sup> (ce qui crée un obstacle à l'entrée pour de nouvelles agences de conseil en vote et maintient la concentration de l'industrie) et peut être inefficace en raison de la localisation géographique des principales agences et de leurs activités transfrontalières, dès lors que cette réglementation est canadienne ou européenne. D'autre part, l'approche basée sur les principes s'appuie sur la prémisse selon laquelle les clients des agences de conseil en vote font appel à elles en raison de leur bonne réputation et que les agences de conseil en vote ont donc intérêt à établir leurs propres mécanismes de régulation<sup>253</sup>. Souple dans son essence<sup>254</sup>, l'approche par les principes convient à un contexte dans lequel les problèmes soulevés ne se sont pas encore manifestés de manière flagrante<sup>255</sup>. Cependant, elle comporte des lacunes, comme dans le cas des agences de conseil en vote, domaine où la concurrence est pratiquement inexistante<sup>256</sup> et où le critère de la réputation peut être sérieusement critiqué. De plus, laisser les agences de conseil en vote sans surveillance peut s'avérer dangereux.

**50.** L'encadrement réglementaire des agences de conseil en vote a avancé au Canada. Par son *Instruction générale 25-201*, le Canada a mis en place les bases de la réglementation des agences de conseil en vote. La gestion des conflits d'intérêts dans lesquels les agences de conseil

---

Sullivan, « The Supreme Court, 1991 Term – Foreword: The Justices of Rules and Standards » (1992) 106:1 Harv L Rev 22; Antonin Scalia, « The Rule of Law as a Law of Rules » (1989) 56:4 U Chicago L Rev 1175; Pierre Schlag, « Rules and Standards » (1985) 33:2 UCLA L Rev 379.

251. Eckstein, *supra* note 64 aux pp 77 et s, 129. Cela est sans compter qu'il devient parfois plus difficile d'identifier un responsable quand un régime juridique ne prévient pas certains comportements ou certaines erreurs.

252. Dans les réponses reçues à la consultation canadienne, BlackRock a indiqué : « *We believe that substantial additional regulation of proxy advisory firms would likely impose costs that will ultimately be borne by their clients (i.e., investors), and it should therefore be clear how such regulation would benefit investors* » (Lettre de Zachary M Oleksiuk, vice-président de BlackRock, à Anne-Marie Beaudoin, secrétaire générale de l'AMF, et John Stevenson, secrétaire de la CVMO, (23 juillet 2014) à la p 2).

253. Statman, *supra* note 242.

254. Klöhn et Schwartz, *supra* note 12 à la p 103.

255. Il n'y a pas encore eu de plainte officielle de la part d'un client d'une agence contre celle-ci (ACVM, *supra* note 6 à la p 10).

256. Rose, « The Corporate Governance Industry », *supra* note 180 à la p 140.

en vote se trouvent et la transparence de leurs activités constituent les maîtres mots de l'approche réglementaire prônée par les ACVM. À ce titre, il faut saluer cette position qui correspond à celle prise par les États-Unis et l'Europe. Pourtant, une question se pose : le Canada devrait-il aller plus loin en transposant, par exemple, ce qui a été décidé pour les agences de notation<sup>257</sup>? De prime abord, une telle option nous apparaît disproportionnée en raison du manque de certitude sur l'influence précise que peut avoir une agence de conseil en vote sur l'issue d'un vote. Il ne peut être affirmé avec certitude (comme cela a été le cas avec les agences de notation) que les agences de conseil en vote ont failli à leur tâche, ce qui nous conduit à penser qu'une réglementation comparable à celle existante en matière de notation de crédit ne serait sans doute pas appropriée.

**51.** Il n'en demeure pas moins qu'en l'état actuel, la réglementation canadienne n'est pas exempte de critiques. Premièrement, il serait pertinent de reconnaître une place plus active aux acteurs de l'industrie du conseil en vote dans l'encadrement de leurs propres activités. L'Europe peut être citée comme exemple. Un code de pratiques exemplaires a été établi, qui a le mérite d'exister et d'inciter les agences de conseil en vote à réfléchir sur leurs modèles d'affaires et leurs pratiques<sup>258</sup>. Une telle implication des acteurs de l'industrie du conseil en vote est néanmoins insuffisante, comme le démontre ce code<sup>259</sup>. Deuxièmement, la discussion entourant la réglementation des agences de conseil en vote s'inscrit dans une perspective générale de gouvernance d'entreprise<sup>260</sup>. Dans ce cadre, l'engagement (ou le dialogue)

---

257. Récemment, voir Tim Wittenberg, « Regulatory Evolution of the EU Credit Rating Agency Framework » (2015) 16:4 *European Business Organization L Rev* 559; Aline Darbellay et Frank Partnoy, « Credit Rating Agencies and Regulatory Reform », (2012) *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, San Diego Legal Studies Paper n° 12-082, en ligne : SSRN <[ssrn.com/abstract=2042111](http://ssrn.com/abstract=2042111)>; et aussi IOSCO, *Regulatory Implementation of the Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, Consultation Report, 2010; Stéphane Rousseau, « Regulating Credit Rating Agencies after the Financial Crisis: The Long and Winding Road Toward Accountability » (2009) *Capital Markets Institute of University of Toronto*, Document de recherche, en ligne : SSRN <[papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1456708](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1456708)>.

258. Voir *supra* au para 43.

259. En dépit de l'importance de l'engagement des agences de conseil en vote, aucune obligation d'entamer ce dialogue avec les émetteurs ou les actionnaires n'y est prescrit.

260. La preuve en est que les plaintes concernant les agences de conseil en vote proviennent des sociétés elles-mêmes et de leurs conseillers, et non des investisseurs institutionnels (Lettre de Les Steel, administrateur de régime pour le Congrès du travail du Canada, à John Stevenson, secrétaire de la CVMO, (7 septembre 2012)).

des agences de conseil en vote et le devoir fiduciaire ne sont pas à négliger. Le renforcement d'une communication directe avec les actionnaires contribue à réduire l'influence des agences de conseil en vote. Dans son guide sur l'engagement<sup>261</sup>, le *Conference Board* états-unien souligne le rôle de l'engagement des agences de conseil en vote dans les relations entre la direction et les actionnaires et émet des préconisations. Cependant, l'engagement ne peut être pensé sans une meilleure identification des actionnaires. Or, au Canada, la situation est ambiguë. Le dépôt du projet de loi C-25<sup>262</sup>, le 28 septembre 2016, modernise les communications entre les sociétés par actions et leurs actionnaires, mais le régulateur canadien est peu disert sur la notion d'engagement, comparativement au régulateur en France qui y consacre plusieurs recommandations<sup>263</sup>. Les ACVM exigent uniquement que l'agence de conseil en vote indique si elle soumet des ébauches de ses rapports aux émetteurs pour commentaires avant d'en envoyer

---

261. The Conference Board, *Guidelines for Engagement*, The Conference Board Governance Center, Research Report 1541-14-RR aux pp 20 et s.

262. Canada, PL C-25, *Loi modifiant la Loi canadienne sur les sociétés par actions, la Loi canadienne sur les coopératives, la Loi canadienne sur les organisations à but non lucratif et la Loi sur la concurrence*, 1<sup>re</sup> sess, 42<sup>e</sup> lég, 2016 (deuxième lecture et renvoi à un comité le 9 décembre 2016). En Europe, l'adoption de la réforme de la directive sur les droits des actionnaires constitue une avancée dans la bonne direction. De plus, de nombreux États prévoient que les sociétés émettrices puissent s'enquérir de l'identité des personnes qui détiennent ou « contrôlent » leurs actions (ce qui permet d'élargir le spectre aux bénéficiaires économiques), avec, à la clef, des sanctions d'autant plus sévères qu'elles portent directement sur la privation des droits des actionnaires (Direction générale des politiques internes, *supra* note 104 à la p 61).

263. Le paragraphe 3 est ainsi rédigé :

L'AMF recommande que l'agence de conseil transmette à la société concernée son projet de rapport pour commentaires éventuels et, lorsqu'elle ne l'a pas transmis, de l'indiquer clairement dans le rapport d'analyse et d'en expliquer les raisons.

L'AMF recommande en outre l'application des règles définies ci-après :

- La société dispose d'un délai minimum de 24 heures pour faire part de ses remarques ou commentaires éventuels, dès lors que la société a communiqué à l'agence dans un délai de 35 jours avant la tenue de l'assemblée générale ses projets de résolution, les rapports du conseil afférents et tout autre document nécessaire.
- À la demande de la société, l'agence de conseil insère dans le rapport d'analyse qu'elle adresse aux investisseurs les commentaires de celle-ci sur les recommandations de vote qui y figurent, à condition que ces commentaires soient concis, permettent d'éclairer les actionnaires sur les projets de résolution soumis à leur vote et ne discutent pas de la politique générale de vote.

Pour des commentaires sur cette recommandation, voir Pierre-Henri Conac, « Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote, 18 mars 2011 » (2011) 7-8 *Rev sociétés* 459; Stéphane Torck, « AMF : un pas vers la régulation des agences de conseil en vote » (2011) 7 *Dr Sociétés* 134; Didier Martin et Clémence Fallet, « Les nouvelles règles applicables aux agences de conseil en vote » (2011) 118 *Actes pratiques et ingénierie sociétaire* 1.



la version définitive à ses clients<sup>264</sup>. L'absence d'obligation (ou d'incitation forte) à fournir aux entreprises une copie de leurs recommandations, avant leur envoi définitif, et l'absence de possibilité, pour les entreprises, d'apporter une réponse aux recommandations de vote émises et d'inclure cette réponse dans les recommandations communiquées aux clients caractérisent la position canadienne<sup>265</sup>. Ce besoin d'engagement a pourtant été exprimé par plusieurs acteurs de la gouvernance. Le devoir fiduciaire impose aux investisseurs institutionnels d'exercer leur vote dans l'intérêt supérieur de leurs clients<sup>266</sup>. Un rappel des autorités canadiennes sur ce point serait pertinent. En 2014, la SEC l'a fait en soulignant les obligations de diligence et les vérifications qui s'imposent aux gestionnaires d'actifs lorsqu'ils recourent aux services d'une agence de conseil en vote. Enfin, le Canada devrait intensifier sa réflexion sur l'introduction d'une démarche de type « se conformer ou s'expliquer »<sup>267</sup>. Reliant deux options non souhaitables (le non-interventionnisme et l'interventionnisme contraignant), l'approche « se conformer ou s'expliquer » offre de la souplesse, tout en permettant aux acteurs du marché de conserver un droit de regard sur l'activité des agences de conseil en vote et de pouvoir les sanctionner.

---

264. ACVM, *supra* note 6 au § 2.4.3. Les quelques lignes consacrées à l'engagement se trouvent d'ailleurs sous un titre englobant et peu précis : « Communications avec les clients, les participants au marché, les autres parties prenantes, les médias et le public ».

265. Le cabinet d'avocat *Davies Ward Phillips & Vineberg* a néanmoins proposé un protocole intéressant : envoyer un brouillon du rapport à l'émetteur ; réviser les commentaires de celui-ci ; remettre une copie du rapport final à l'émetteur ; indiquer les sources d'information ; mentionner les qualifications des personnes responsables du rapport ; indiquer, dans le rapport, si l'émetteur est le client de l'agence et que ce dernier pourrait refléter le point de vue de ses clients (Lettre de Carol Hansell, *supra* note 195. Sur cette préoccupation, voir Lettre de John M Tuzik, Blakes, Cassels & Graydon LLP, à Anne-Marie Beaudoin, secrétaire générale de l'AMF, et John Stevenson, secrétaire de la CVMO, (21 septembre 2012) ; Lettre de Stéphanie Lachance, vice-présidente, Investissement responsable et secrétaire générale d'Investissements PSP, à Anne-Marie Beaudoin, secrétaire générale de l'AMF, et John Stevenson, secrétaire de la CVMO, (27 août 2012) ; Lettre de Paulina Hiebert, vice-présidente, affaires juridiques et secrétaire générale de The North West Company, à la CVMBC et al, (20 août 2012) ; Lettre de Peter Volk, avocat général de Pacific Rubiales Energy Corp, à la CVMO, (20 août 2012)).

266. Lettre de Jonathan Feigelson, administrateur principal, avocat général et chef de la gouvernance d'entreprise chez TIAA-CREF, à la CVMBC et al, (21 septembre 2012) ; BlackRock, *supra* note 252.

267. Parmi les quatre possibilités étudiées par les ACVM en 2012 figurait un régime fondé sur le principe « se conformer ou expliquer » (ACVM, *supra* note 6 aux pp 26 et s).

## CONCLUSION

**52. Des acteurs de la gouvernance :** Les agences de conseil en vote sont aujourd'hui des acteurs de la gouvernance des entreprises, les conseils et les hautes directions n'hésitant plus à tenir compte de la réaction de ces agences dans leurs prises de décision. Le rôle des agences de conseil en vote s'explique par la conjonction de différents facteurs, dont l'internationalisation de l'actionnariat et l'incitation faite aux investisseurs institutionnels d'exercer leur droit de vote<sup>268</sup>. Leur rôle accru (et leur caractère incontournable) les a fait sortir de l'ombre et les a placées sous les feux de la rampe en raison de problématiques liées à la réalisation de leur travail, mais aussi du sentiment (parfois trompeur) qu'elles participent à l'exercice d'un vote irresponsable des actionnaires<sup>269</sup>, voire à une vision court-termiste de l'horizon des entreprises<sup>270</sup>, et qu'elles ont leur part de responsabilité dans la survenance de la crise économique-financière de 2007–2008<sup>271</sup>. Les régulateurs de la planète et les organisations internationales et suprarégionales (OCDE, Union européenne, etc.) s'intéressent dorénavant aux agences de conseil en vote et offrent une bonne compréhension de ce qu'elles sont et de ce qu'elles font. Toutefois, il ne se dégage pas de position

---

268. Ce droit de vote est exercé en pratique. À titre d'illustration, l'Association française de la gestion financière (ci-après « AFG »), qui est l'association professionnelle représentative de la gestion pour compte de tiers, a noté, dans son rapport de 2016 sur l'exercice des droits de vote, qu'au global, les sociétés de gestion de portefeuille avaient effectivement exercé leurs votes pour 79 % de leurs actions cotées en portefeuille (AFG, *Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2016 : bien gérer c'est aussi bien voter*, 15<sup>e</sup> éd, Études Éco Service Économie et Recherche de l'AFG, Paris (Fr), 2017 à la p 3).

269. Pour certains spécialistes, les actionnaires auraient, aujourd'hui, des devoirs envers leurs entreprises et la pérennité de celles-ci (François-Guy Trébulle, « La responsabilité sociale et environnementale (RSE) des entreprises », *Gazette du Palais* (6 juin 2016), n° hors série 2 à la p 55). En 2017, l'Union européenne, par l'intermédiaire de son Groupe d'experts en finance durable, a fait la recommandation selon laquelle un devoir fiduciaire devrait imposer le long terme dans la prise de décision des investisseurs institutionnels et de tous les professionnels impliqués dans la chaîne de détention de titres (comme les sociétés de gestion) (EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance, *Financing a Sustainable European Economy*, Interim report, 2017 à la p 57, recommandation 3).

270. L'auteur suivante établit un lien entre court-termisme et comportement des actionnaires : Lynne L Dallas, « Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance » (2012) 37:2 *J Corp L* 264 à la p 296; Leo E Strine Jr, « One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term? » (2010) 66:1 *The Business Lawyer* 1; Martin Lipton et William Savitt, « The Many Myths of Lucian Bebchuk » (2007) 93:3 *Va L Rev* 675 aux pp 745–46.

271. Cette crise a opéré un retour de l'État sur les scènes économique et financière. Voir André Delion, « ...La crise financière et le retour des États » (2008) 128:4 *Rev fr admin pub* 799 à la p 799.

faisant l'unanimité sur la manière d'encadrer adéquatement les agences de conseil en vote.

**53. Des effets bénéfiques et négatifs :** Le débat sur la réglementation des agences de conseil en vote comporte une évidence : l'intervention des agences de conseil en vote a des effets bénéfiques<sup>272</sup>. Elles apportent un service aux investisseurs institutionnels (notamment en éclairant l'exercice de leur droit de vote), lequel les incite à faire entendre leur voix lors des assemblées<sup>273</sup>. Elles facilitent également l'exercice du droit de vote (notamment par procuration) des investisseurs institutionnels étrangers au moyen de la création de plateformes de votes ou de la traduction en anglais de résolutions de sociétés<sup>274</sup>. Les agences revivifient en fin de compte la démocratie actionnariale. De plus, « [t]he advice of proxy advisors does not weaken the fiduciary responsibility of those investors »<sup>275</sup>. Leur action ne doit donc pas être contrariée à tout prix, mais bien encadrée. Les États et les autorités boursières (SEC, ACVM, AEMF, etc.) ont réagi, à plusieurs reprises, à la thématique des agences de conseil en vote sans les interdire pour autant. Cette réaction doit être saluée.

**54. Continuer la réflexion :** L'encadrement réglementaire des agences de conseil en vote a progressé au Canada. Dans son *Instruction générale 25-201*, le Canada a mis en place les balises de l'encadrement réglementaire des agences de conseil en vote. Si un choix législatif s'appuyant sur la transparence et la divulgation a été fait au Canada, l'encadrement juridique pourrait être bonifié. Les États-Unis ont

---

272. Pierre-Henri Conac et Isabelle Urbain-Parléani, « L'encadrement de l'activité des agences de conseil en vote (*proxy advisors*) » dans Association nationale des sociétés par actions, dir, *Mélanges en l'honneur et à la mémoire de Philippe Bissara*, Paris (Fr), ANSA, 2013, 127 à la p 140 au para 23.

273. Dans le *Projet d'avis 25-201* des ACVM publié le 24 avril 2014, il a été mentionné que :  
Les investisseurs institutionnels estiment que les agences de conseil en vote leur fournissent des services utiles et rentables dans l'exercice de leurs droits de vote. Ils s'abonnent aux rapports de recherche produits par les agences afin d'éclairer leurs décisions de vote, qui, expliquent-ils, sont fondées sur leur évaluation des propositions et leurs lignes directrices en matière de vote par procuration [...]. Ils sont généralement satisfaits des services fournis par celles-ci. Les associations représentant les investisseurs institutionnels partagent généralement ce point de vue.

(ACVM, *Projet d'avis 25-201 relatif aux indications à l'intention des agences de conseil en vote*, 2014 à la p 4, en ligne : <lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/25-201/2014-04-24/2014avril24-25-201-avis-cons-fr.pdf>.

274. Lettre de Marcel Jeucken, directeur général, investissements responsables chez PGGM Investments, à John Stevenson, secrétaire de la CVMO, (21 septembre 2012).

275. ESMA, *supra* note 150 à la p 23 au para 87.

démontré qu'un tel changement de cap est possible, avec le dépôt, en 2016, d'un projet de loi faisant suite à des prises de position bien plus souples que celles de la SEC. La reconnaissance d'une place plus active aux acteurs de l'industrie du conseil en vote, un message réglementaire plus axé sur l'engagement et le devoir fiduciaire des intervenants de la chaîne de détention de titres, ainsi qu'une place faite au principe « se conformer ou s'expliquer » sont des voies que les autorités réglementaires canadiennes devraient explorer. De manière plus large, il faudrait songer à « désintoxiquer » les actionnaires et les investisseurs institutionnels du recours systématique aux agences de conseil en vote en allégeant, par exemple, la documentation produite par les entreprises ou en la rendant plus compréhensible. Le Canada doit aller plus loin. Eu égard au droit de vote érigé en pierre philosophale de la gouvernance contemporaine des entreprises, les discussions entourant l'intervention des agences de conseil en vote s'inscrivent dans une question vaste : celle de la confiance « *[C]an we trust the vote to today's intermediaries and those who advise them?* »<sup>276</sup>.

---

276. Edelman, Thomas et Thompson, *supra* note 8 à la p 1363.