

ACTIVISME ACTIONNARIAL ET COURSES AUX PROCURATIONS : PROBLÉMATIQUES ET TENDANCES

→ Table des matières

1.	Le droit de demander la convocation d'une assemblée des actionnaires	2
2.	L'augmentation du pourcentage de participation et la déclaration de la propriété véritable	4
3.	Le droit de la concurrence et la législation antitrust	7
4.	La formation d'un groupe : les opérations d'initiés et la qualification d'allié	7
5.	Les mécanismes de pilules empoisonnées	9
6.	La communication sélective	9
7.	Les actions comportant droit de vote acquises après la date de clôture des registres	10
8.	Le vote vide	10
9.	Les conseils à renouvellement échelonné	11
10.	Le vote à la majorité	12
11.	La sollicitation privée d'un nombre limité de procurations par des actionnaires et les règlements administratifs sur les préavis	13
12.	La sollicitation de procurations faite publiquement et la dispense relative à la diffusion	14
13.	Les placements privés pendant les courses aux procurations	15
14.	Les mécanismes de rémunération des candidats à un poste d'administrateur	16
15.	L'accès aux documents de procuration : les candidats à l'élection à un poste d'administrateur présentés au moyen de propositions d'actionnaire	17
16.	Le formulaire de procuration universel	21
17.	L'achat de votes : les honoraires des courtiers-démarcheurs dans le cadre des courses aux procurations	22
18.	La réforme de l'infrastructure du vote par procuration	23
19.	La réglementation relative aux agences de conseil en vote	24

Au cours des dernières années, l'activisme actionnarial a pris de l'ampleur au Canada. Si le nombre de courses aux procurations en 2016 a affiché un recul marqué par rapport au nombre inégalé de 2015, nous avons déjà noté que la hausse en 2015, année où ont eu lieu 55 courses aux procurations (fracassant ainsi le record précédent de 43 courses aux procurations en 2009), avait été exceptionnelle et qu'elle avait coïncidé avec une période de ralentissement économique au Canada et la détérioration continue des marchés des matières premières. En comparaison avec cette année record, les 35 courses aux procurations menées en 2016 s'inscrivent dans la tendance à la hausse qui s'est amorcée il y a 10 ans.¹ Il semble toutefois que ce nombre tend à se stabiliser, hormis le nombre inégalé de courses aux procurations en 2015. Il se pourrait qu'il s'agisse du nouveau niveau de référence en matière de courses aux procurations, et que nous continuions de voir des pics périodiques découlant de facteurs macroéconomiques, notamment de périodes de ralentissement économique et de fluctuations marquées des prix des matières premières.

Les courses aux procurations menées au Canada continuent d'être concentrées principalement dans le secteur des ressources naturelles et de viser essentiellement les petites et moyennes entreprises canadiennes. En raison de la nature des marchés financiers canadiens, les courses aux procurations visant des sociétés à large capitalisation ont été peu fréquentes.

Bien sûr, le nombre de courses aux procurations ne permet pas, à lui seul, de mesurer l'ampleur globale de l'activisme actionnarial. Les batailles qui ont été remportées par des activistes au cours des dernières années ont incité les conseils de sociétés ouvertes à rencontrer les activistes en privé et à apporter des modifications lorsque les arguments que soumettaient ceux-ci étaient convaincants, évitant ainsi que le différend ne migre vers la place publique. De plus, l'influence d'activistes, conjuguée à l'attention accrue que portent les autorités de réglementation, les investisseurs et les autres participants au marché à la gouvernance et à la démocratie actionnariale a incité de nombreuses sociétés ouvertes à être proactives dans la recherche de solutions aux problèmes apparents de performance ou de gouvernance afin d'éviter l'ingérence des activistes.

La présente publication traite de la tendance activiste au Canada, de certaines des principales problématiques auxquelles sont confrontés les activistes et les sociétés visées et de certains des principaux défis qui se présentent à eux, ainsi que de certains faits nouveaux intéressants dans ce domaine, et elle compare les règles canadiennes² avec celles des États-Unis.

1 Le droit de demander la convocation d'une assemblée des actionnaires

L'un des droits les plus puissants dont jouissent les actionnaires de sociétés canadiennes est celui qu'ont les porteurs d'au moins 5 % des actions comportant droit de vote émises de demander aux administrateurs de convoquer une assemblée des actionnaires.³ Dès la réception d'une demande valide proposant des questions légitimes à soumettre aux actionnaires, soit dans bien des cas, la destitution et l'élection d'administrateurs, les administrateurs doivent convoquer, dans les 21 jours qui suivent, une assemblée des actionnaires pour délibérer des questions énoncées dans la demande.⁴

1 Les données concernant les courses aux procurations proviennent de Kingsdale Advisors.

2 Pour les besoins de la présente publication, notre analyse est généralement fondée sur la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (la « LCSA »), soit la loi fédérale sous l'autorité de laquelle la majorité des sociétés canadiennes inscrites en bourse sont constituées. Les lois régissant les sociétés des autres territoires canadiens importants sont essentiellement similaires en ce qui concerne la sollicitation de procurations et les droits des actionnaires, sous réserve de certaines exceptions qui dépassent le cadre de la présente publication.

3 Des modifications à la *Loi sur les sociétés par actions* (Ontario) (la « LSAO ») ont été proposées dans le Projet de loi 101 : *Loi de 2017 visant à accroître les droits des actionnaires* présenté par un député. Ce projet de loi, s'il est adopté, réduirait le seuil d'actionnariat requis pour demander la convocation d'une assemblée, afin de le faire passer de 5 % à 3 % des actions comportant droit de vote émises dans le cas des actionnaires de sociétés régies par la LSAO.

4 LCSA, art. 143.

LE CONTENU DE LA DEMANDE

Le droit de demander la convocation d'une assemblée des actionnaires n'est pas aussi puissant qu'il le semble puisqu'une série de décisions jurisprudentielles ont rendu l'exercice de ce droit difficilement possible dans les faits. Les tribunaux canadiens ont conclu que les demandes soumises par les actionnaires se devaient strictement de respecter les exigences de forme et ils ont souvent tendance à déclarer de telles demandes invalides pour vice de forme. Par exemple, dans le jugement qu'elle a rendu en 2013 dans l'affaire *Wells c. Bioniche Life Sciences Inc.* (l'« affaire *Bioniche* »), la Cour supérieure de justice de l'Ontario a maintenu la décision du conseil de la société de refuser de faire droit à une demande de convocation d'une assemblée des actionnaires au motif que celle-ci n'avait pas été signée par un porteur inscrit d'au moins 5 % des actions comportant droit de vote émises, même si le conseil savait que l'actionnaire qui avait demandé la convocation d'une assemblée était propriétaire véritable d'un nombre suffisant d'actions pour le faire.⁵

Les tribunaux canadiens ont également ajouté des exigences de leur cru aux exigences prévues par la loi concernant les demandes de convocation d'une assemblée des actionnaires. Par exemple, dans l'affaire *Bioniche*, le tribunal a conclu que la demande de l'actionnaire dissident n'était pas valide puisque celui-ci proposait la destitution des administrateurs, mais ne donnait pas le nom des candidats qu'il proposait d'élire pour les remplacer ni de renseignements biographiques les concernant. Il convient de souligner que, dans les faits, les lois régissant les sociétés ne prévoient pas l'obligation, pour l'actionnaire qui présente une demande de convocation d'une assemblée des actionnaires aux fins de la destitution des administrateurs, de proposer des candidats afin de pourvoir les postes qui seront vacants à la suite de la destitution. Depuis le jugement rendu dans l'affaire *Bioniche*, les actionnaires doivent désormais se conformer à une nouvelle exigence imposée par les tribunaux. L'obligation pour les actionnaires dissidents d'inclure l'information exigée par les tribunaux dans leur demande pourrait également signifier que ceux-ci devront avoir recruté les candidats qu'ils entendent proposer bien avant la date limite pour l'envoi de l'avis de convocation à l'assemblée en vertu du règlement administratif de la société qui prévoit le délai applicable (ce délai étant généralement de 30 jours).

LA DATE DE LA TENUE DE L'ASSEMBLÉE

Les tribunaux canadiens considèrent que l'obligation des administrateurs, prévue par la loi, de « convoquer » une assemblée dans les 21 jours qui suivent la réception d'une demande valide à cet effet est acquittée du seul fait de l'annonce de la date de la tenue de l'assemblée. Dans les faits, le conseil n'a pas à tenir l'assemblée ni même à transmettre par la poste un avis de convocation à l'assemblée dans les 21 jours suivant la réception de la demande; l'assemblée doit plutôt être tenue dans un délai raisonnable, déterminé selon l'appréciation commerciale des administrateurs, agissant de bonne foi. Ce qui sera considéré comme un délai raisonnable dépendra des circonstances, par exemple, de la question à savoir si l'assemblée dont la convocation est demandée a trait à une opération particulière ou à un événement en cours et si le délai aurait pour effet de porter préjudice aux actionnaires qui présentent la demande. Les tribunaux ont déjà jugé qu'un délai pouvant aller de quatre à sept mois était raisonnable.

Bien souvent, les conseils qui donnent suite à une demande de convocation d'une assemblée fixeront la tenue de celle-ci au même moment que l'assemblée générale annuelle, même si cette dernière ne doit avoir lieu que six mois plus tard. Ce fut le cas dans l'affaire *Marks c. Intrinsic Software International*⁶ où le conseil avait fixé la tenue de l'assemblée faisant l'objet de la demande de convocation au même moment que l'assemblée générale annuelle, soit 155 jours après la date de la demande, au motif que cela éviterait la perturbation des activités ainsi que les coûts liés à la tenue d'une assemblée extraordinaire des actionnaires. La Cour supérieure de l'Ontario, qui a été appelée à se prononcer sur la question du délai dans cette affaire, s'en est remis à l'appréciation commerciale du conseil et a conclu que la décision de ce dernier de fixer la tenue de l'assemblée demandée au même moment que l'assemblée générale pour éviter des frais non nécessaires était raisonnable.

5 2013 ONSC 4871.

6 2013 ONSC 727.



LA CONVOCATION DE L'ASSEMBLÉE PAR LES ACTIONNAIRES

Si les administrateurs ne convoquent pas une assemblée dans les 21 jours qui suivent la réception d'une demande à cet effet, tout actionnaire qui a signé la demande peut convoquer l'assemblée. À moins que les actionnaires n'en décident autrement à l'assemblée demandée, la société est tenue de rembourser aux actionnaires les frais qu'ils ont raisonnablement engagés pour demander, convoquer et tenir l'assemblée. Toutefois, ce qui se passe lorsque l'actionnaire convoque l'assemblée n'est pas tout à fait clair : la loi donne peu d'indications à ce sujet et il n'y a guère de précédents en la matière étant donné que dans pratiquement tous les cas, c'est la société qui convoque l'assemblée demandée.

Bien que ce droit soit expressément prévu dans la loi, une fois de plus, l'affaire *Bioniche* laisse planer une certaine incertitude quant à la question à savoir si les tribunaux entérineraient ce droit si celui-ci était contesté. Après avoir échoué dans leur première tentative de demander la convocation d'une assemblée, les actionnaires dissidents de *Bioniche* ont présenté une deuxième demande qui était en tous points conforme aux exigences. Avant que la demande n'ait été soumise, le conseil de *Bioniche Life Sciences Inc.* (« *Bioniche* ») avait annoncé qu'il avait fixé une date pour la tenue de l'assemblée générale annuelle des actionnaires de la société et établi la date de clôture des registres aux fins de l'assemblée. L'annonce avait été faite six mois avant la date de la tenue de l'assemblée générale annuelle des actionnaires, soit beaucoup plus tôt que le moment auquel cette date aurait normalement été annoncée. Le conseil a ensuite invoqué une disposition de la loi régissant les sociétés qui dégage le conseil de son obligation de convoquer une assemblée des actionnaires à la suite d'une demande qui lui est présentée si une date de clôture des registres aux fins d'une assemblée a déjà été fixée. Bien qu'il ait conclu que le droit d'un actionnaire de convoquer une assemblée s'applique lorsqu'un conseil refuse de le faire, et ce, même si le conseil a déjà fixé une date pour la clôture des registres, le tribunal a ajouté qu'il est peu probable qu'un tribunal ordonne la tenue d'une assemblée demandée par un actionnaire lorsqu'une exception à l'obligation du conseil de convoquer une assemblée prévue par la loi trouve application. L'affaire *Bioniche* constitue un autre exemple de la propension des tribunaux à restreindre la possibilité des actionnaires de se prévaloir des droits prévus par la loi.

L'affaire *Bioniche* illustre également la façon dont les tribunaux canadiens ont permis aux conseils d'invoquer des vices de forme pour contrer les droits des actionnaires de demander la convocation d'une assemblée. Le tribunal a dit partager l'avis des actionnaires dissidents de *Bioniche* selon lequel l'annonce prématurée de la date de clôture des registres aux fins de l'assemblée générale annuelle était clairement calculée et visait expressément à permettre au conseil de refuser de faire droit à la demande valide des actionnaires; toutefois, le tribunal a refusé de condamner ce geste du conseil, choisissant plutôt d'appliquer la norme de contrôle fondée sur l'appréciation commerciale qui impose une certaine retenue face à la décision qu'avait prise le conseil, ce qui l'a mené à conclure que l'effet du report de six mois de la possibilité pour les dissidents de contester la direction était raisonnable puisqu'il permettrait au conseil d'exécuter le plan d'affaires que ce dernier croyait être au mieux des intérêts de la société.

L'effet combiné de ces décisions jurisprudentielles pose un défi de taille aux actionnaires qui souhaitent demander la convocation d'une assemblée afin de remplacer les membres d'un conseil. Compte tenu des restrictions qui découlent de ces décisions jurisprudentielles, la vaste majorité des courses aux procurations se déroulent lors de la tenue des assemblées annuelles des actionnaires. Par exemple, uniquement 34 des 189 courses aux procurations qui ont été menées au Canada au cours de la période de six ans allant de 2010 à 2015 ont été lancées au moyen d'une demande de convocation d'une assemblée.

2 L'augmentation du pourcentage de participation et la déclaration de la propriété véritable

Habituellement, les actionnaires qui acquièrent la propriété véritable d'au moins 10 % d'une catégorie de titres de capitaux propres ou de titres comportant droit de vote d'une société canadienne inscrite en bourse sont

tenus de divulguer ce fait en publiant une déclaration publique selon le système d'alerte. Dès qu'il franchit le seuil de propriété de 10 %, l'actionnaire doit publier sans délai un communiqué à cet effet et déposer une déclaration selon le système d'alerte dans les deux jours de bourse qui suivent l'atteinte de ce seuil et ne doit pas acquérir d'autres titres de la catégorie pertinente pendant un jour de bourse entier après le dépôt de la déclaration.⁷ Par la suite, l'actionnaire doit divulguer les hausses ou les baisses de 2 % ou plus et toute occasion où le nombre d'actions dont il est propriétaire glisse sous le seuil de propriété de 10 %.

Les modifications apportées en mai 2016 au régime de déclaration selon le système d'alerte prévoient l'obligation de communiquer des renseignements plus détaillés que ceux qui sont actuellement exigés au sujet du but de l'acquisition et des intentions de l'actionnaire en ce qui concerne l'émetteur. L'ampleur de l'information qui devra être communiquée sera analogue à bien des égards à celle qui est prévue par la *Rule 13d* prise en application de la loi américaine intitulée *Securities Exchange Act of 1934*. Plus particulièrement, une déclaration selon le système d'alerte doit indiquer le but recherché par l'actionnaire et ses alliés dans le cadre de l'acquisition ou de l'aliénation des titres de l'émetteur ainsi que leurs plans ou leurs intentions qui se rapportent ou pourraient notamment conduire aux résultats suivants : une opération visant l'entreprise, un changement visant la structure du capital ou les dividendes, une modification du conseil ou de la direction ou la sollicitation de procurations.⁸

Certains considèrent que les exigences du système d'alerte canadien sont plus clémentes que celles qui sont prévues par la *Rule 13d*, notamment parce que l'application des exigences canadiennes est déclenchée lorsque le seuil de propriété de 10 % est atteint, alors que l'application des exigences américaines est déclenchée lorsque le seuil de propriété de 5 % est atteint. Toutefois, selon les règles américaines, une fois le seuil applicable franchi, les actionnaires ont 10 jours pour déposer leur déclaration initiale, ce qui constitue un délai considérablement plus long que celui dont bénéficient les actionnaires en vertu du système d'alerte canadien, qui prévoit la publication immédiate d'un communiqué. De plus, contrairement au système d'alerte canadien, les règles américaines n'imposent aucune interdiction provisoire d'opérations.

LE RÉGIME DE DÉCLARATION MENSUELLE

Le régime canadien comporte une exception à l'obligation de publier un communiqué et de déposer une déclaration immédiate selon le système d'alerte ainsi qu'à l'interdiction provisoire d'opérations lorsque l'actionnaire peut se prévaloir du régime de déclaration mensuelle.⁹ Selon le régime de déclaration mensuelle, plutôt que de faire une déclaration immédiate, l'actionnaire peut déposer une déclaration dans les 10 jours qui suivent la fin du mois au cours duquel le seuil de 10 % est franchi. Pour pouvoir se prévaloir du régime de déclaration mensuelle, l'actionnaire doit être un « investisseur institutionnel admissible », ce qui inclut les institutions financières, les organismes de placement collectif et les caisses de retraite et, généralement, les fonds d'investissement comme les fonds de couverture qui sont gérés par un conseiller en placement inscrit (y compris les conseillers inscrits auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis [la « SEC »] en vertu de la loi américaine intitulée *Investment Advisers Act of 1940*).

L'IMPOSSIBILITÉ DE SE PRÉVALOIR DU RÉGIME DE DÉCLARATION MENSUELLE

Un actionnaire ne pourra se prévaloir du régime de déclaration mensuelle que s'il a l'intention de présenter formellement une offre publique d'achat visant la société ou de proposer une opération qui lui donnerait le contrôle effectif de la société. Un actionnaire ne pourra également pas s'en prévaloir s'il sollicite des procurations (y compris dans le cadre d'une sollicitation privée aux termes d'une dispense) en faveur des candidats à un poste d'administrateur qu'il propose, en faveur d'une fusion qui ne reçoit pas l'appui de la

7 Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés (le « Règlement 62-103 »), partie 3 et Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat (le « Règlement 62-104 »), partie 5.

8 Règlement 62-103, Annexe 62-103A1, rubrique 5 et Annexe 62-103A2, rubrique 5.

9 Règlement 62-103, partie 4.



direction de l'émetteur ou en faveur de l'opposition à une fusion proposée par la direction de l'émetteur.¹⁰ Il convient de souligner que le fait d'avoir l'intention de proposer une liste de candidats à une assemblée des actionnaires ou de détenir des titres en vue d'influer sur le contrôle ou la direction de la société n'empêche pas l'actionnaire de se prévaloir du régime de déclaration mensuelle. Par contre, la *Rule 13d* exige que l'actionnaire dépose une déclaration selon la *Schedule 13D* plutôt qu'une déclaration selon la *Schedule 13G* s'il entend devenir un investisseur actif plutôt que demeurer un investisseur passif (par exemple, par suite d'une décision de proposer un candidat à un poste d'administrateur ou du simple fait d'avoir l'intention ou l'effet d'influer sur le contrôle de la société).

LES OBSERVATIONS DE L'ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION

Les modifications du système d'alerte et du régime de déclaration mensuelle qui sont entrées en vigueur en mai 2016 sont le résultat des efforts que les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM »), soit l'association des organismes provinciaux et territoriaux de réglementation des valeurs mobilières au Canada, ont commencé à déployer en mars 2013 en vue de réformer le régime canadien de déclaration de la propriété véritable. Les ACVM avaient initialement proposé l'abaissement du seuil de déclaration de la propriété véritable prévu à la fois par le système d'alerte et par le régime de déclaration mensuelle, pour le faire passer de 10 % à 5 % des titres de capitaux propres ou des titres comportant droit de vote de la société visée. Compte tenu des nombreuses lettres d'observations qu'ont reçues les ACVM de la part de différents participants au marché, notamment une lettre d'observations détaillée de la part de l'Alternative Investment Management Association (l'« AIMA ») et de la Managed Funds Association (la « MFA »), rédigée en collaboration avec Davies Ward Phillips & Vineberg S.E.N.C.R.L., s.r.l., les ACVM ont décidé de maintenir le seuil de déclaration aux fins du système d'alerte et du régime de déclaration mensuelle au seuil actuel de 10 %. La lettre d'observations de l'AIMA et de la MFA comportait des arguments convaincants au soutien de leur position selon laquelle les actionnaires engagés et les investisseurs activistes servent de contrepoids à la direction, permettent de maîtriser les coûts associés au fait que les propriétaires et la direction d'une société sont distincts, améliorent la gouvernance et se sont révélés, selon bon nombre d'études empiriques, avoir un effet positif tant sur la valeur de l'entreprise que sur le rendement de l'exploitation des sociétés visées. Le texte intégral de la lettre d'observations de la MFA et de l'AIMA est disponible à l'adresse suivante : http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category6-Comments/com_20130712_62-104_kaswellsj.pdf (disponible en anglais seulement).

LE TRAITEMENT DES DÉRIVÉS

Grâce à leur lettre d'observations, la MFA et l'AIMA ont réussi à faire valoir leur point de vue selon lequel les dérivés équivalant à des actions ne devraient pas être pris en compte au moment de déterminer si l'obligation de déclaration en vertu du système d'alerte est déclenchée. Initialement, les ACVM avaient proposé que tous les dérivés qui conféraient au porteur l'équivalent économique de la propriété soient pris en compte au moment de déterminer le pourcentage d'actions dont le porteur était propriétaire véritable, peu importe qu'il s'agisse de dérivés réglés en espèces ou de dérivés qui confèrent au porteur le droit d'exiger la remise des actions sous-jacentes. Compte tenu des observations qui lui ont été soumises à l'égard des règles proposées, y compris celles émanant de l'AIMA, les ACVM ont décidé de ne pas imposer l'obligation de tenir compte des dérivés équivalant à des actions au moment de déterminer si l'obligation de déclaration selon le système d'alerte est déclenchée.

Toutefois, afin de donner suite aux préoccupations soulevées par certains intervenants qui ont fait valoir que les dérivés sont utilisés pour cacher la propriété d'actions, les ACVM ont donné des indications concernant les cas dans lesquels un investisseur sera réputé être propriétaire véritable des actions sous-jacentes à un dérivé sur actions. Par exemple, un investisseur pourrait être réputé avoir la propriété véritable des actions sous-jacentes à un dérivé (que celui-ci soit réglé en espèces ou non) s'il peut, de façon formelle ou informelle,

¹⁰ Règlement 62-103, art. 4.2.

obtenir les titres détenus par une contrepartie au dérivé ou donner des directives quant à l'exercice des droits de vote qui y sont rattachés.

3 Le droit de la concurrence et la législation antitrust

Le régime antitrust du Canada ne prévoit pas l'obligation, pour l'activiste, d'aviser les intéressés ou d'obtenir une autorisation gouvernementale dès que son pourcentage de participation augmente, et, contrairement à la loi américaine intitulée *Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act of 1976* (la « loi HSR »), il ne fait aucune distinction entre les actionnaires dont l'intention est passive et ceux qui ont l'intention de provoquer un changement dans les politiques de la société visée. Au Canada, en vertu de la *Loi sur la concurrence*, l'actionnaire devra aviser les intéressés uniquement lorsqu'il aura acquis plus de 20 % des actions comportant droit de vote de la société visée, et il ne sera tenu de le faire en vertu de la *Loi sur Investissement Canada* que s'il acquiert un nombre d'actions correspondant à un tiers ou plus des actions comportant droit de vote d'une entreprise canadienne. Aux États-Unis, en revanche, la loi HSR peut, dans les faits, servir de système d'alerte puisqu'elle prévoit l'obligation pour l'actionnaire d'aviser la société visée et d'obtenir une autorisation gouvernementale dès que sa participation augmente ainsi qu'une longue période d'interdiction d'achats d'actions après le dépôt de la déclaration auprès de l'autorité de réglementation, et ce, même si la société visée est une société canadienne.

4 La formation d'un groupe : les opérations d'initiés et la qualification d'allié

La sollicitation et l'obtention de l'appui des principaux investisseurs institutionnels canadiens font partie des défis qui se présentent aux activistes au Canada. Les investisseurs institutionnels canadiens hésitent à s'associer publiquement à un actionnaire dissident, du moins au début d'une longue course aux procurations, principalement par souci de préserver la possibilité qu'ils aient de négocier librement les titres de l'émetteur visé. Leur hésitation est motivée par deux enjeux : les opérations d'initiés et la qualification d'allié.

LES OPÉRATIONS D'INITIÉS

En vertu de la réglementation canadienne régissant les opérations d'initiés, la personne ayant des rapports particuliers avec une société ouverte¹¹ qui a connaissance d'une information importante qui n'a pas encore été rendue publique est soumise à une interdiction d'opérations. Cette interdiction s'étend à quiconque prend connaissance d'une information importante auprès d'une personne ayant de tels rapports particuliers. La réglementation canadienne est prévue par la loi et ne fait pas de distinction entre la notion d'« obligation » et la notion d'« appropriation illicite ». La catégorie de personnes ayant des « rapports particuliers » est vaste et englobe toute personne qui est propriétaire véritable de plus de 10 % des titres comportant droit de vote de la société visée. Par conséquent, l'activiste qui détient plus de 10 % des actions d'une société est une personne ayant des rapports particuliers avec cette société. L'information inconnue du public dont peut prendre connaissance l'activiste au cours de ses discussions avec la société visée au sujet, par exemple, des plans d'affaires de la société visée ou de la réponse de cette dernière aux propositions de l'activiste, peut constituer une information importante inconnue du public qui, si elle était communiquée par l'activiste à l'actionnaire institutionnel, limiterait la capacité de cet actionnaire à effectuer des opérations. Dans de telles circonstances,

¹¹ En 2016, une modification législative a élargi la portée de la réglementation régissant les opérations d'initiés afin que celle-ci couvre non seulement les titres de sociétés ouvertes canadiennes, mais également ceux de tous les émetteurs, peu importe où ils se situent, dont les titres sont négociés en bourse.

il est même possible que l'information concernant les propres plans de l'activiste en ce qui a trait à la société visée constitue une information importante inconnue du public qui, si elle était communiquée à l'actionnaire institutionnel, limiterait de façon analogue la capacité de cet actionnaire à effectuer des opérations.

LES ALLIÉS

Le deuxième enjeu qui constitue une source de préoccupation pour les investisseurs institutionnels canadiens est celui de la qualification d'« allié » qui, en vertu de la législation canadienne en valeurs mobilières, est pertinente tant pour l'application des exigences relatives au système d'alerte que pour le respect des exigences relatives au régime des offres publiques d'achat du Canada.

En vertu de la législation canadienne en valeurs mobilières, si l'activiste a conclu une convention, un engagement ou une entente avec un autre actionnaire aux termes duquel l'activiste et l'actionnaire entendent exercer des droits de vote de concert l'un avec l'autre, ces derniers seront *présumés* être des alliés. Si la convention, l'engagement ou l'entente concerne l'acquisition d'actions de la société visée, l'activiste et l'actionnaire seront *réputés* être des alliés. Par conséquent, les titres qu'ils détiennent seront regroupés aux fins de déterminer si le seuil de 10 % déclenchant l'obligation de produire une déclaration selon le système d'alerte a été atteint, et le nom de l'allié devra être indiqué dans la déclaration que produira l'actionnaire activiste selon le système d'alerte. La simple formation d'un groupe détenant plus de 10 % des titres ne déclenchera pas l'obligation de produire une déclaration selon le système d'alerte, sauf s'il s'agit d'un changement touchant un fait important énoncé dans une déclaration produite antérieurement.

Chose peut-être plus importante encore, les titres qu'ils détiennent seront aussi regroupés aux fins de déterminer si l'application des règles obligatoires sur les offres publiques d'achat a été déclenchée. Sous réserve de certaines exceptions limitées, en vertu de la législation canadienne en valeurs mobilières, l'acquisition de plus de 20 % des titres de capitaux propres ou des titres comportant droit de vote en circulation d'un émetteur doit obligatoirement être réalisée au moyen d'une offre publique d'achat formelle présentée à tous les actionnaires. La simple formation d'un groupe détenant plus de 20 % des titres ne déclenchera pas l'application des règles, mais le premier achat, ne serait-ce que d'une seule action par un membre du groupe, devra se faire conformément au régime des offres publiques d'achat, à moins que l'achat ne soit fait aux termes d'une des dispenses limitées prévues par la loi. Par conséquent, l'activiste et l'actionnaire institutionnel devront veiller à ce que leurs achats et leurs ventes soient coordonnés de manière à en assurer la conformité au régime des offres publiques d'achat et au régime de déclaration selon le système d'alerte du Canada. Ils ne pourront donc pas effectuer des opérations à l'insu de l'autre et, vraisemblablement, sans commun accord.

Une décision canadienne relativement récente qui fait jurisprudence confirme que la question n'est pas simplement théorique. Dans un jugement rendu en août 2013 dans l'affaire *Genesis Land Development Corp. c. Smoothwater Capital Corporation*,¹² la Cour du Banc de la Reine de l'Alberta a conclu que l'actionnaire activiste Smoothwater Capital agissait de concert avec d'autres actionnaires de la société visée depuis la date à laquelle les parties avaient participé à une conférence téléphonique avec une entreprise de sollicitation de procurations (puisque'il était possible de déduire de la conduite des parties que celles-ci avaient conclu une entente selon laquelle elles voteraient en faveur de la nouvelle liste de candidats à un poste d'administrateur qui serait proposée).

¹² 2013 ABQB 3793.

5 Les mécanismes de pilules empoisonnées

De nombreuses sociétés ouvertes canadiennes et américaines ont mis en place un mécanisme de pilules empoisonnées¹³ qui prévoit que si un « acquéreur » dépasse un seuil de propriété déterminé (généralement 20 %), tous les actionnaires autres que l'acquéreur peuvent acheter des actions assorties d'un escompte considérable par rapport au cours des actions, ce qui aura pour effet de diluer sensiblement la participation de l'acquéreur. Selon les mécanismes de pilules empoisonnées canadiens, tout comme ceux des États-Unis, un acquéreur est considéré comme le propriétaire véritable des actions qui lui appartiennent et qui appartiennent à ses alliés. Toutefois, les mécanismes de pilules empoisonnées canadiens ont évolué différemment de ceux des États-Unis du fait que la Bourse de Toronto (la « TSX ») exige qu'ils soient approuvés par un vote des actionnaires, ce qui a conféré à ces derniers et, en fin de compte, à Institutional Shareholder Services Inc. (« ISS ») une influence considérable sur les modalités de ces mécanismes. L'une des différences entre les mécanismes de pilules empoisonnées canadiens et ceux des États-Unis réside dans la définition d'« allié » qui, au Canada, n'englobe pas les personnes avec qui l'acquéreur s'est entendu pour exercer de concert les droits de vote rattachés à leurs actions, mais plutôt uniquement les personnes avec qui l'acquéreur a conclu une entente visant l'acquisition d'actions. En outre, les mécanismes de pilules empoisonnées américains qui élargissent les notions de « propriété véritable » ou d'« agir de concert » afin d'englober les ententes que concluent entre eux des actionnaires en vue d'exercer leurs droits de vote de concert ou de militer ensemble afin de provoquer un changement de contrôle d'un émetteur ou d'influer sur ce contrôle ne sont pas encore populaires au Canada. Les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont publié des observations qui reflètent les lignes directrices en matière de vote des agences de conseil en vote canadiennes et qui indiquent clairement que les régimes de droits ne devraient pouvoir être utilisés que pour contrer les offres publiques d'achat et que ceux-ci ne devraient pas s'appliquer en ce qui concerne des opérations ou des situations qui doivent être soumises au vote des actionnaires, comme les élections d'administrateurs qui font l'objet d'une contestation.

6 La communication sélective

Au Canada, la mesure dans laquelle un activiste peut communiquer de l'information à d'autres actionnaires n'est pas entièrement claire. La communication d'une information importante inconnue du public par une personne ayant des rapports particuliers (comme un actionnaire détenant une participation d'au moins 10 %) à une autre personne constitue une « communication d'information privilégiée » au sens de la législation canadienne en valeurs mobilières. De plus, contrairement aux États-Unis, la communication d'information privilégiée est interdite au Canada, peu importe la façon dont le bénéficiaire a obtenu l'information et peu importe que le bénéficiaire ait conclu ou non une entente de confidentialité afin de préserver la confidentialité de l'information.

Il existe toutefois une exception particulière selon laquelle la personne qui envisage ou qui se propose de présenter une offre publique d'achat afin de devenir partie à un regroupement d'entreprises ou d'acquérir une partie importante des biens d'un émetteur assujéti peut communiquer de l'information importante dans le cours normal de ses activités pour réaliser cette opération. La législation ne prévoit cependant aucune exception similaire pour les communications faites par une personne proposant un changement au conseil ou une course aux procurations.

¹³ Malgré les modifications apportées en mai 2016 aux règles canadiennes sur les offres publiques d'achat en vue de prolonger le délai minimal pour le dépôt d'actions en réponse à une offre pour le faire passer à 105 jours et qui rendent pour ainsi dire inutiles les mécanismes de pilules empoisonnées canadiens comme tactiques de défense, les mécanismes de pilules empoisonnées au Canada demeurent un moyen courant de protection contre les prises de contrôle « rampantes », qui consistent en l'acquisition progressive de positions représentant plus de 20 % des actions d'un émetteur grâce à des opérations dispensées de l'application des règles sur les offres publiques d'achat, telles que les contrats de gré à gré et les achats dans le cours normal des activités.

La question qui se pose dans le cas de l'actionnaire activiste qui détient plus de 10 % des actions d'une société est celle à savoir si le fait, pour l'activiste, d'informer les autres actionnaires de son intention de provoquer un changement au conseil ou une course aux procurations constitue une communication d'information privilégiée. Il est possible que les plans de l'activiste ne constituent pas un « fait important », c'est-à-dire, un fait « dont il est raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières »; toutefois, si les plans de l'activiste constituent effectivement un fait important, le seul cas où la communication de ces plans à un autre actionnaire ne constituerait pas une communication d'information privilégiée serait si la communication est faite dans le cours normal des activités. La question qui demeure sans réponse est celle à savoir si cette expression s'entend du « cours normal des activités de l'émetteur », ce qui permettrait les communications entre un émetteur et ses conseillers ou entre un émetteur et son prêteur, par exemple, ou du « cours normal des activités de l'informateur ». L'exception particulière prévue par la loi qui s'applique à une personne qui envisage ou qui se propose de présenter une offre publique d'achat ou de devenir partie à un regroupement d'entreprises dont il est fait mention ci-dessus ne s'applique pas dans ce cas. Vu cette incertitude et puisqu'ils sont susceptibles de devoir faire face à une contestation devant les tribunaux, les activistes doivent faire preuve de prudence lorsqu'ils communiquent de l'information à d'autres actionnaires dont ils cherchent à obtenir l'appui, et il pourrait même être pratiquement impossible pour eux de communiquer une telle information. La démonstration, par les autorités canadiennes en valeurs mobilières, de leur intention d'utiliser leur compétence fondée sur l'« intérêt public » pour sanctionner des opérations ou une communication d'information privilégiée qui, techniquement, ne violent pas la loi, mais qui confèrent quelque avantage injuste au négociateur ou à la personne qui reçoit l'information privilégiée,¹⁴ devrait également inciter à la prudence.

7 Les actions comportant droit de vote acquises après la date de clôture des registres

La question à savoir qui a le droit de voter à une assemblée des actionnaires est déterminée par la loi constitutive de la société visée. La LCSA prévoit que seul un actionnaire dont le nom figure sur la liste des actionnaires à la date de clôture des registres aux fins de l'assemblée a le droit de voter à l'assemblée. Toutefois, la législation régissant les sociétés dans plusieurs provinces et territoires du Canada permet à l'acheteur qui acquiert des actions après la date de clôture des registres de voter à l'assemblée à condition qu'il produise des certificats d'actions dûment endossés ou démontre par ailleurs qu'il est propriétaire des actions et qu'il demande à la société (généralement au plus tard 10 jours avant l'assemblée) de faire inscrire son nom sur la liste des actionnaires habilités à voter.

8 Le vote vide

La question du vote vide (c'est-à-dire, l'exercice du pouvoir de vote sans participation correspondante) a attiré beaucoup d'attention quand Mason Capital Management LLC (« Mason ») s'est opposée à la restructuration du capital proposée par TELUS Corp. (« TELUS »), qui cherchait à mettre fin à sa structure du capital à double catégorie d'actions.

En février 2012, TELUS a décidé de regrouper en une seule catégorie ses actions sans droit de vote et ses actions comportant droit de vote (lesquelles étaient, sauf pour ce qui est des droits de vote, essentiellement identiques) afin de faire correspondre la répartition des droits de vote au capital investi par les investisseurs et d'améliorer la liquidité et la négociabilité de ses actions. À la suite de l'annonce, l'écart historique de 4 % à 5 % entre le cours des deux catégories d'actions s'est réduit étant donné que TELUS se proposait de convertir les actions sans droit de vote en actions comportant droit de vote à raison de une contre une. Après l'annonce,

¹⁴ *Re Suman* (2012), 38 OSCB 2809; *Re Donald* (2012), 35 OSCB 7383; et *Re Hariharan* (2015), 38 OSCB 3356, 3373.

Mason a acquis près de 19 % des actions comportant droit de vote de TELUS, mais elle a couvert cette position en vendant à découvert des actions comportant droit de vote et des actions sans droit de vote, si bien que son exposition financière à TELUS ne représentait que 0,21 % des actions en circulation de TELUS. La disproportion entre le droit de Mason d'exercer les droits de vote rattachés à près de 19 % des actions ordinaires de TELUS et sa participation financière de peu d'envergure dans la société a valu à Mason d'être considérée comme un « détenteur de droits de vote vides ». Mason avait pour stratégie de faire échec à la proposition de regroupement des actions et de réaliser un profit lorsque l'écart entre le cours des actions comportant droit de vote et celui des actions sans droit de vote serait rétabli. En fin de compte, TELUS a réussi à regrouper ses deux catégories d'actions.

Au cours de la bataille que se sont livrée Mason et TELUS, les tribunaux de la Colombie-Britannique ont eu plusieurs occasions de formuler des commentaires sur la notion de vote vide. La Cour suprême de la Colombie-Britannique a ouvert le bal lorsqu'elle a eu à se prononcer sur la demande que lui a soumise TELUS en vue de faire déclarer invalide pour vice de forme une demande de convocation d'une assemblée des actionnaires présentée par Mason. Bien que le tribunal ne se soit pas prononcé sur la question du vote vide, il a envoyé un message clair contre celui-ci, déclarant dans le cadre d'un *obiter dictum* qu'un tribunal pourrait user de son pouvoir pour refuser à un détenteur de droits de vote vides le droit de demander la convocation d'une assemblée. En appel, la Cour d'appel de la Colombie-Britannique a rétabli la demande de Mason et s'est dit en désaccord avec la position du tribunal de première instance voulant que les tribunaux aient le pouvoir d'intervenir dans des cas de vote vide pour des considérations d'équité générales. La Cour d'appel a déclaré que toute solution à cette question doit provenir d'une modification de la législation ou de la réglementation. Les tribunaux de la Colombie-Britannique ont eu l'occasion, pour une troisième fois, de formuler des commentaires sur la question du vote vide dans le cadre d'une dernière procédure judiciaire (visant l'approbation du plan d'arrangement aux termes duquel le regroupement d'actions a été réalisé). Dans le cadre de cette procédure judiciaire, la Cour suprême de la Colombie-Britannique a de nouveau critiqué les tactiques de Mason et a jugé que le faible taux de participation financière de Mason malgré ses droits de vote avait un rapport direct avec l'examen par le tribunal des objections soulevées par Mason quant au caractère équitable du regroupement. Toutefois, le droit de Mason d'exercer les droits de vote rattachés à ses actions, malgré son manque de participation financière correspondante, n'a jamais été remis en question.

Le conflit entre TELUS et Mason a mis en lumière la complexité de la question du vote vide. Depuis, les autorités en valeurs mobilières et les autorités chargées de l'application de la législation régissant les sociétés au Canada continuent de s'interroger sur les modifications qu'il pourrait y avoir lieu d'apporter à la législation compte tenu des préoccupations formulées par les intervenants sur la question du vote vide. Par exemple, les modifications apportées en mai 2016 en ce qui concerne les régimes de déclaration de la propriété véritable, dont il est question ci-dessus, emportent l'obligation de communiquer de l'information plus détaillée afin de permettre de repérer les cas de vote vide. Les modifications visant la LCSA proposées en 2016 (mais non encore mises en œuvre) ne prévoient pas l'apport de changements à la loi fédérale sur les sociétés pour répondre aux préoccupations concernant le vote vide.¹⁵

9 Les conseils à renouvellement échelonné

Les lois canadiennes régissant les sociétés prévoient généralement que les actionnaires peuvent, par voie de résolution ordinaire à une assemblée extraordinaire, destituer un ou plusieurs administrateurs de leurs fonctions et élire leurs remplaçants. Ce droit, conjugué au droit des actionnaires de demander la convocation d'une assemblée aux fins de la destitution d'administrateurs, empêche les sociétés canadiennes de mettre en place des conseils « à renouvellement échelonné », auxquels les administrateurs sont élus pour des mandats

¹⁵ Le Projet de loi 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* (les « modifications visant la LCSA »).

pluriannuels et dont un sous-ensemble seulement est susceptible d'être renouvelé à une assemblée annuelle donnée. En outre, les règles de la TSX empêchent les émetteurs inscrits à la cote de cette bourse de mettre en place des conseils à renouvellement échelonné puisqu'elles prévoient que les actionnaires doivent avoir l'occasion de voter à l'élection de tous les administrateurs à chaque assemblée annuelle des actionnaires. Par conséquent, à chaque assemblée annuelle, un dissident est en mesure de prendre le contrôle du conseil.

10 Le vote à la majorité

L'élection à la majorité est une pratique solidement ancrée au Canada au sein des sociétés canadiennes. Cette pratique donne aux actionnaires une occasion valable de donner chaque année leur point de vue sur chaque candidat à l'élection des administrateurs. L'élection à la majorité remplace la pratique consistant à élire une liste d'administrateurs à la majorité relative dans les cas d'élections non contestées. Selon ses règles, la TSX exige que tous les émetteurs inscrits à sa cote, sauf les sociétés contrôlées par un actionnaire majoritaire, aient une politique sur l'élection à la majorité et fassent connaître les résultats du vote. Chaque administrateur doit obtenir davantage de votes « pour » que d'« absentions », sans quoi il devra soumettre sa démission à l'approbation du conseil, qui doit l'accepter, sauf « circonstances exceptionnelles ». Toutefois, jusqu'à présent plusieurs émetteurs ont fait valoir le critère de « circonstances exceptionnelles » pour permettre aux administrateurs qui n'obtiennent pas une majorité de votes « pour » de continuer à siéger au conseil, malgré la volonté contraire des actionnaires.

Le projet de modification de la LCSA ainsi que les lignes directrices publiées récemment par la TSX amènent à penser que l'adoption de l'« élection à la majorité véritable » est imminente au Canada. Selon un avis du personnel publié par la TSX en mars 2017, l'émetteur doit respecter un seuil élevé pour répondre au critère des « circonstances exceptionnelles ».¹⁶ Les circonstances exceptionnelles sont des circonstances où, par exemple, s'il acceptait la démission de l'administrateur en cause, l'émetteur se trouverait à contrevenir aux exigences d'une loi régissant les sociétés ou les valeurs mobilières ou à une entente commerciale, l'administrateur en cause est un membre clé d'un comité spécial actif ou l'élection à la majorité a été utilisée à une fin contraire aux objectifs de l'exigence relative à l'élection à la majorité. Parmi les facteurs qui ne sont pas pris en considération pour déterminer si le critère de « circonstances exceptionnelles » est respecté, notons les qualifications et l'expérience de l'administrateur ainsi que sa contribution au succès de l'émetteur.

Le projet de modification de la LCSA enchâsserait dans une loi régissant les sociétés l'obligation de tenir une élection à la majorité.¹⁷ Selon ces modifications, si elles sont adoptées, l'administrateur qui n'obtiendrait pas 50 % plus 1 des votes « pour » ne serait pas, conformément à la loi, dûment élu; il serait interdit au conseil de s'en remettre au pouvoir que lui confère la loi régissant les sociétés de pourvoir un poste d'administrateur en désignant un administrateur qui n'a pas reçu l'approbation à la majorité des voix exprimées par les actionnaires, sauf si la présence de cet administrateur au conseil est nécessaire pour répondre aux critères d'indépendance et de résidence canadienne des administrateurs prévus par la loi.

16 Avis du personnel 2017-0001 de la TSX (9 mars 2017).

17 Modifications visant la LCSA (voir la note 15) et projet de modification du *Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral* (2001). Le projet de modification de la LSAO (voir la note 3) prévoirait une obligation similaire d'élection à la majorité pour les sociétés constituées en Ontario.

11 La sollicitation privée d'un nombre limité de procurations par des actionnaires et les règlements administratifs sur les préavis

La législation canadienne en valeurs mobilières et la plupart des lois régissant les sociétés prévoient une exception aux règles applicables à la sollicitation de procurations, laquelle permet aux actionnaires (mais non à la société) d'éviter d'avoir à transmettre aux actionnaires une circulaire de sollicitation de procurations émanant d'un dissident lorsque le nombre total des actionnaires dont les procurations sont sollicitées ne dépasse pas 15 (les codétenteurs d'une action étant comptés comme un seul actionnaire).¹⁸ Ce mode de sollicitation est peu coûteux et peut être efficace lorsque la propriété des actions comportant droit de vote est concentrée entre les mains de seulement quelques actionnaires.

Hormis la limite quant au nombre d'actionnaires qu'une personne peut solliciter, très peu de restrictions s'appliquent à la manière dont un actionnaire se prévalant de cette dispense peut solliciter des procurations. Dans certains cas par le passé, des dissidents ont discrètement fait des sollicitations de procurations limitées auprès d'un nombre restreint d'actionnaires importants et ont tendu une « embuscade » à la direction à l'assemblée annuelle en proposant, sur place et sans préavis, leur propre liste de candidats à un poste d'administrateur.

L'adoption d'un règlement administratif sur les préavis, qui exige la remise d'un préavis à l'émetteur par l'actionnaire qui souhaite proposer des candidats à l'élection à un poste d'administrateur, peut bien évidemment éliminer le risque d'embuscade. Les règlements administratifs sur les préavis ont grandement gagné en popularité au Canada au cours des dernières années. En 2012, les tribunaux canadiens ont dit tolérer le recours à ce type de règlements administratifs au motif que le fait d'informer les actionnaires de la tenue d'une élection des administrateurs contestée et de leur transmettre de l'information à ce sujet avant la tenue de l'assemblée favorise un processus de mise en candidature ordonné et une prise de décisions éclairées. Compte tenu de la prise de position des tribunaux en faveur de ces règlements administratifs, bon nombre d'émetteurs canadiens en ont maintenant fait l'adoption. À la fin de la saison de sollicitation de procurations 2016, plus de la majorité des émetteurs canadiens faisant partie de l'indice composé S&P/TSX et de l'indice des sociétés à petite capitalisation avaient adopté ce type de règlements administratifs.

À la fin de 2014 et au début de 2015, ISS et Glass Lewis & Co. (« Glass Lewis ») ont publié des indications plus restrictives concernant l'évaluation des exigences applicables aux préavis au Canada, se disant en désaccord avec les lourdes obligations d'information et dispositions qui permettent à un conseil d'administration d'ajourner une assemblée sans reporter, pour une période équivalente, la date limite pour proposer des candidats. Les politiques ont été reformulées principalement en réaction au jugement rendu en 2014 par la Cour supérieure de l'Ontario dans l'affaire *Orange Capital, LLC c. Partners REIT*¹⁹ (l'« affaire *Orange Capital* »), dans laquelle le tribunal a conclu que les exigences concernant les préavis doivent être utilisées uniquement comme « bouclier » afin de protéger les actionnaires et la direction, et non comme une « arme » afin d'empêcher les propositions de candidats par des actionnaires ou d'accorder un délai supplémentaire à la direction pour lui permettre de contrer l'attaque d'un activiste.

ISS et Glass Lewis ont également reformulé leurs politiques afin d'indiquer les exigences concernant les préavis qui sont acceptables et celles qui pourraient choquer et mener à la formulation, par les agences de conseil en vote, de recommandations de voter contre les propositions. En 2017, la TSX est intervenue dans le débat concernant les règlements administratifs sur les préavis et a formulé des lignes directrices concernant

18 LCSA, par. 150(1.1) et Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue (le « Règlement 51-102 »), par. 9.2(2).

19 2014 ONSC 3793.

les caractéristiques acceptables et non acceptables de tels règlements.²⁰ Selon la TSX, les règlements administratifs sur les préavis qui vont à l'encontre des droits des actionnaires ou qui contournent ces droits aux termes des exigences relatives à l'élection des administrateurs prescrites par la TSX ne sont pas acceptables. Par exemple, de manière générale, la TSX, ISS et Glass Lewis jugent inacceptables les dispositions sur les préavis qui exigent que les actionnaires parrainant une candidature soient présents à l'assemblée, qui prévoient une procédure de communication d'information trop lourde ou inutile ou qui exigent des actionnaires parrainant une candidature qu'ils remplissent des questionnaires, qu'ils fassent des déclarations, qu'ils soumettent des accords ou qu'ils fournissent un consentement qui vont au-delà de ceux qui sont exigés des candidats proposés par la direction ou par le conseil d'administration. Compte tenu des réformes de ces politiques et du jugement rendu dans l'affaire *Orange Capital*, les émetteurs devront adopter des règlements administratifs dont les modalités seront raisonnables et les appliquer d'une manière qui soit raisonnable sur le plan commercial et non d'une manière stratégique ou d'une manière qui vise à faire échec aux efforts déployés par un actionnaire en vue d'exercer son droit fondamental d'élire des candidats.

12 La sollicitation de procurations faite publiquement et la dispense relative à la diffusion

La réglementation canadienne prévoit une dispense de « diffusion publique », dont un dissident (mais non la direction d'un émetteur) peut se prévaloir, seule ou en combinaison avec la dispense relative au plafond de 15 actionnaires dont il est question ci-dessus, pour solliciter des procurations et des appuis dans le cadre de sa course aux procurations sans devoir « envoyer » une circulaire de sollicitation de procurations aux actionnaires.²¹ Pour pouvoir se prévaloir de la dispense, la sollicitation doit être faite par diffusion publique ou par publication (par exemple, par communiqué, message radiodiffusé ou télédiffusé, site Web accessible au public ou discours public), et les documents et l'information prescrits par règlement doivent être déposés sur SEDAR, tout comme la communication qui sera publiée. Les activistes souhaitant se prévaloir de cette dispense relativement à l'élection d'administrateurs doivent également déposer sur SEDAR un document contenant l'information à fournir sur les candidats proposés.²²

La campagne menée avec succès par Pershing Square pour faire élire ses candidats au conseil de Chemin de fer Canadien Pacifique est un bon exemple de l'utilité de la dispense de diffusion publique pour les activistes ainsi que de la latitude qu'elle confère pour permettre le lancement d'une vigoureuse campagne de sollicitation, particulièrement aux stades préliminaires, sans qu'il soit nécessaire d'engager des frais supplémentaires et de transmettre par la poste une circulaire de sollicitation de procurations émanant d'un dissident. Dans le cas de Pershing Square, le recours à la dispense, conjugué au dépôt d'une circulaire de sollicitation de procurations « préventive » initiale, a permis à Pershing Square de monter une campagne de sollicitation tous azimuts comportant des séances publiques de discussion ouverte, des communiqués, des discours, des entrevues avec les médias, des entretiens particuliers avec des actionnaires et un site Web personnalisé, et ce, sur une période de plusieurs mois et bien avant que la direction de Chemin de fer Canadien Pacifique ait déposée sa propre circulaire de sollicitation de procurations. Depuis cette campagne, d'autres activistes proposant des modifications concernant des questions de gouvernance et des modifications du conseil ont eu recours à la dispense de diffusion publique pour obtenir l'appui des actionnaires en faveur de leurs propositions avant le dépôt d'une circulaire de sollicitation de procurations émanant d'un dissident ou en l'absence d'une telle circulaire.

²⁰ Avis du personnel 2017-0001 de la TSX (9 mars 2017).

²¹ LCSA, par. 150(1.2) et Règlement 51-102, par. 9.2(4).

²² Règlement 51-102, par. 9.2(6). La dispense de diffusion est assortie d'autres obligations dont la présente publication ne fait pas mention.

Bien que les émetteurs ne puissent solliciter des procurations avant d'avoir déposé leur circulaire de sollicitation de procurations par la direction, ils ne sont pas complètement dépourvus de la possibilité de répondre à un activiste au cours de la période précédant le dépôt de leur circulaire. La course aux procurations lancée par Smoothwater Capital Partners LP (« Smoothwater ») en vue de remplacer le conseil d'Equity Financial Holdings Inc. (« Equity ») à la fin de 2013 et au début de 2014 illustre la latitude qu'un tribunal peut accorder à un émetteur qui répond à un activiste avant de déposer ses documents de sollicitation de procurations. Smoothwater a lancé sa course aux procurations en se prévalant de la dispense de diffusion publique, publiant un communiqué et demandant ensuite la convocation d'une assemblée. En réponse au communiqué de Smoothwater critiquant le conseil d'Equity et la décision de cette dernière de reporter la tenue de l'assemblée demandée, Equity a publié un communiqué dans lequel elle défendait les actions de ses administrateurs, faisait part de ses préoccupations concernant les candidats proposés par Smoothwater et confirmait qu'une circulaire de sollicitation de procurations serait transmise sous peu aux actionnaires. Equity avait publié son communiqué avant l'envoi de sa circulaire de sollicitation de procurations par la direction, mais elle indiquait dans son communiqué que l'envoi de sa circulaire était imminent. Smoothwater a contesté le communiqué de Equity, au motif que celui-ci constituait selon elle une sollicitation inappropriée de procurations en vertu de la LCSA, alléguant que le communiqué constituait une sollicitation (c'est-à-dire, l'envoi d'une « communication aux actionnaires, concerté en vue de l'obtention, du refus ou de la révocation d'une procuration²³ ») faite avant le dépôt de la circulaire de sollicitation de procurations par la direction. La Cour supérieure de justice de l'Ontario a indiqué que la question à savoir si une communication constituait une sollicitation était une question de fait qui dépendait de la nature de la communication et des circonstances de sa transmission. Le tribunal a conclu que le communiqué avait pour objectif principal de défendre la direction d'Equity et la date à laquelle Equity avait choisi de tenir l'assemblée, et que le communiqué n'incitait pas les actionnaires à lui transmettre des procurations.²⁴ La course aux procurations menée par Smoothwater illustre le fait qu'un activiste qui se prévaut de la dispense de diffusion publique ne peut pas, dans tous les cas, s'attendre à une absence de réaction de la part de l'émetteur au cours de la période précédant le dépôt de la circulaire de sollicitation de procurations par la direction.

13 Les placements privés pendant les courses aux procurations

Le placement privé d'actions auprès d'un actionnaire amical comme moyen de défense dans une course aux procurations n'a jamais été une tactique couramment employée au Canada. Par ailleurs, l'émission d'actions comme moyen de contrer la proposition d'un actionnaire dissident de démettre de leurs fonctions des administrateurs en poste pourrait donner lieu à des réclamations pour manquement à l'obligation fiduciaire et abus envers les actionnaires minoritaires. Toutefois, cette tactique a été employée dans une récente course aux procurations mettant en cause Eco Oro Minerals Corp. (« Eco Oro »), ce qui a incité la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO ») à intervenir et à annuler un placement privé effectué avant la tenue d'une assemblée des actionnaires contestée qui menaçait de faire pencher la balance en faveur de la direction.

Tout placement privé d'actions effectué par une société inscrite à la cote de la TSX doit au préalable être examiné et approuvé par la TSX. De manière générale, les règles de la TSX exigent qu'un placement privé soit soumis à l'approbation des actionnaires s'il est susceptible d'avoir une incidence importante sur le contrôle ou d'entraîner l'émission d'un nombre d'actions correspondant à plus de 25 % des actions en circulation à escompte par rapport au cours en vigueur. L'approbation des actionnaires doit également être obtenue si le placement entraîne l'émission d'une tranche de plus de 10 % d'actions à des initiés de la société.²⁵ La société qui ne respecte pas ces exigences pourrait être radiée de la cote.

23 LCSA, art. 147. Voir notre exposé sur la « sollicitation » à la rubrique 15 ci-après.

24 *Smoothwater Capital Partners LP I c. Equity Financial Holdings Inc.*, 2014 ONSC 324.

25 *Guide à l'intention des sociétés de la TSX*, art. 604 et 607.

En avril 2017, la CVMO a ordonné l'annulation d'un placement privé par Eco Oro (société inscrite à la cote de la TSX) comprenant une conversion de billets en actions ordinaires huit jours avant la date de clôture des registres aux fins de la tenue d'une assemblée des actionnaires contestée.²⁶ Les billets convertis étaient détenus par certains initiés de la société et des actionnaires favorables à la direction. Les billets avaient été émis récemment dans le cadre d'un financement auquel les actionnaires s'étaient farouchement opposés. Bien que la TSX ait examiné et approuvé l'émission des actions ordinaires à la conversion des billets, les actionnaires dissidents ont fait appel de la décision de la TSX devant la CVMO.

Le 23 avril 2017, la CVMO a cassé la décision de la TSX et ordonné qu'il soit mis fin au placement privé d'actions. La CVMO n'a pas encore fait connaître les motifs de sa décision. Cependant, la question suivante est ressortie à l'audience : la TSX était-elle adéquatement informée de la course aux procurations en cours et de l'incidence du placement d'actions sur celle-ci? Dans des procédures simultanées devant la Cour suprême de la Colombie-Britannique, la Cour a conclu que l'émission d'actions n'était pas abusive étant donné que son but premier était de réduire la dette.²⁷ La décision de la CVMO devrait, selon nous, inciter la TSX à examiner de plus près les placements privés pour déterminer s'ils ont lieu dans le contexte d'une course aux procurations en cours ou imminente, et à définir l'impact des projets d'émission d'actions sur les luttes pour obtenir le contrôle. La décision de la CVMO pourrait également inciter les actionnaires à chercher réparation auprès des commissions en valeurs mobilières plutôt qu'auprès des tribunaux.

14 Les mécanismes de rémunération des candidats à un poste d'administrateur

Le recrutement de candidats compétents et crédibles à inscrire sur la liste de candidats à un poste d'administrateur qu'il propose fait partie des défis que doit relever l'activiste. La fréquence et la réussite croissantes de l'activisme actionnarial sont attribuables en partie à l'indépendance et à la qualité accrues des candidats proposés par les actionnaires dissidents, ce qui a placé la barre haute pour les activistes puisque leur crédibilité est désormais tributaire de leur capacité à attirer des candidats de choix.

Afin d'attirer les meilleurs candidats qui soient, certains activistes ont offert des mécanismes de rémunération incitative à ceux qui étaient disposés à voir leur candidature proposée en vue de leur élection à un poste d'administrateur. Cette pratique a été fortement critiquée dans le cadre de deux courses aux procurations grandement médiatisées menées en 2013 : une au Canada, où le fonds de couverture américain JANA Partners cherchait à rémunérer les candidats qu'il proposerait en vue de leur élection au conseil d'Agrium Inc., et une aux États-Unis, où Elliott Management Corp. a conclu des ententes de rémunération avec ses candidats dans le cadre de la course aux procurations qu'elle livrait à Hess Corp. Plus récemment, en 2015, l'ancien membre du groupe de travail sur le secteur de l'automobile du cabinet du président Obama, Harry Wilson, a été proposé comme candidat à un poste d'administrateur de General Motors par quatre actionnaires de cette société, qui avaient tous conclu des ententes de rémunération avec M. Wilson.

Dans chacun de ces exemples, les candidats à un poste d'administrateur s'étaient vu offrir une rémunération qui comportait une prime liée à la performance des actions des sociétés visées au cours d'une certaine période. De plus, dans bon nombre de cas, les ententes de rémunération comportaient le versement d'une légère somme prédéterminée, ainsi que certaines indemnités; toutefois, ces éléments n'ont pas fait l'objet de critiques notables.

Les activistes ont fait valoir que les paiements incitatifs cadrent avec des pratiques de saine gouvernance puisqu'ils contribuent à lier la rémunération de l'administrateur à la performance, ce qui peut être profitable pour tous les actionnaires. Ils ont également fait valoir que ces ententes sont nécessaires si l'on veut recruter

²⁶ *Re Eco Oro Minerals Corp.* (2017), 40 OSCB 3890.

²⁷ *Harrington Global Opportunities Fund Ltd. c. Eco Oro Minerals Corp.*, 2017 BCSC 664 et BCSC 669.

de meilleurs candidats qui ne seraient autrement rémunérés pour leurs efforts importants que s'ils étaient élus au conseil. En revanche, les critiques ont qualifié les ententes de rémunération conclues avec les administrateurs de « laisses dorées » provoquant des « conflits toxiques » qui créent une sous-catégorie d'administrateurs, qui compromettent l'indépendance des candidats et qui créent des conseils dysfonctionnels. Plus particulièrement, les critiques ont mis en évidence des cas où le délai d'application des ententes de rémunération incitative était trop bref pour permettre d'harmoniser les intérêts des candidats proposés par le dissident avec les intérêts à long terme des actionnaires. Dans le cas de General Motors, Warren Buffett a indiqué qu'il était totalement contre l'idée d'élire un candidat disposant d'une option sur les actions d'autres personnes qui est valide uniquement pendant une période de deux ans.

Le Council of Institutional Investors (le « CII ») des États-Unis a critiqué la conclusion de telles ententes de rémunération incitative avec des tiers au motif que celles-ci vont ouvertement à l'encontre des politiques sur la rémunération des administrateurs qu'il a instaurées. Toutefois, plutôt que de faire la promotion de leur interdiction catégorique, le CII a fortement invité la SEC à envisager la possibilité d'apporter à la réglementation des modifications qui obligerait les dissidents à informer les investisseurs de l'existence de ces ententes puisque la réglementation actuellement en vigueur ne prévoit pas une telle obligation.

Malgré les critiques formulées par la communauté des investisseurs, les efforts déployés en vue d'interdire ces ententes de rémunération incitative par l'adoption de modifications aux règlements administratifs ont échoué. Le cabinet d'avocats Wachtell, Lipton, Rosen & Katz LLP a été le premier à proposer, en 2013, l'adoption d'un règlement administratif pour interdire la conclusion de ce type d'ententes et de nombreuses sociétés américaines l'ont fait. En réaction à ces règlements administratifs, ISS a indiqué que l'adoption d'un règlement administratif imposant des critères d'admissibilité restrictifs à l'égard du recrutement de candidats à l'élection à un poste d'administrateur sans obtenir l'approbation des actionnaires pourrait être considérée comme un manquement grave au principe de gouvernance puisque la possibilité d'élire des administrateurs fait partie des droits fondamentaux des actionnaires. ISS a ajouté par la suite qu'elle pourrait recommander de voter contre des candidats à un poste d'administrateur ou de s'abstenir de voter à cet égard, conformément à sa politique concernant les « manquements au principe de gouvernance » lorsque les conseils ont adopté des règlements administratifs de cette nature.

Compte tenu de la controverse qui persiste concernant ces questions, les activistes qui cherchent à conclure des ententes de rémunération avec les candidats proposés devront être prudents et s'assurer que celles-ci sont rédigées de manière à apaiser les inquiétudes concernant l'indépendance des candidats et à harmoniser les intérêts de ces candidats avec les intérêts à long terme des actionnaires. Même si l'offre de versement d'une rémunération dans le cadre d'une course aux procurations continuera sans doute d'être une tactique jugée acceptable, les ententes de rémunération postérieures à l'élection financées par l'activiste seront sans doute scrutées à la loupe par les actionnaires. Les activistes devront donc se demander si l'offre d'une rémunération, qui contribue à attirer des candidats, pourrait néanmoins attiser l'hostilité des actionnaires et compromettre les chances de succès de ces candidats.

15 L'accès aux documents de procuration : les candidats à l'élection à un poste d'administrateur présentés au moyen de propositions d'actionnaire

LES PROPOSITIONS D'ACTIONNAIRE

Les actionnaires de sociétés canadiennes ont depuis longtemps la capacité de se prévaloir d'un mécanisme qui leur permet de proposer des candidats à l'élection à un poste d'administrateur. L'information au sujet des



candidats présentés au moyen d'une proposition doit être incluse dans la circulaire de sollicitation de procurations par la direction relative à l'assemblée générale annuelle de la société.

Pour pouvoir soumettre une proposition d'actionnaire, l'actionnaire doit détenir un nombre d'actions comportant droit de vote correspondant au moins à 1 % des actions comportant droit de vote en circulation ou des actions dont la juste valeur marchande s'élève au moins à 2 000 dollars. Ces actions doivent avoir été détenues depuis au moins six mois avant la soumission de la proposition.²⁸ Outre ces exigences, la proposition d'actionnaire qui est soumise en vue de proposer un candidat à un poste d'administrateur doit être signée par un ou plusieurs porteurs d'actions représentant globalement au moins 5 % des actions comportant droit de vote à l'assemblée.²⁹ Il n'existe aucune limite quant au nombre de candidatures qui peuvent être présentées au moyen d'une proposition.

La société peut rejeter une proposition pour de nombreux motifs, y compris lorsque la proposition n'a aucun lien important avec les activités commerciales ou les affaires internes de la société. En outre, une société n'est pas tenue d'inclure une proposition d'actionnaire dans sa circulaire de sollicitation de procurations par la direction si cette proposition ne lui est pas soumise au moins 90 jours avant la date anniversaire de l'avis de convocation à l'assemblée qui a été transmis aux actionnaires relativement à l'assemblée annuelle de l'année précédente.³⁰ Les modifications qu'il est proposé d'apporter au règlement d'application de la LCSA porteraient le délai réglementaire au moins à 90 jours (et au plus à 150 jours) avant l'anniversaire de l'assemblée de l'année précédente. Ces propositions de modification permettraient en fait aux actionnaires de soumettre leurs propositions d'actionnaire plus tard et pourraient entraîner un recours accru au mécanisme de proposition de candidats à l'élection à un poste d'administrateur.

Bien que le fait, pour l'actionnaire dissident, de demander à la société d'inclure dans la circulaire de sollicitation de procurations par la direction l'information sur les candidats qu'il propose puisse lui épargner des frais considérables, l'inclusion de cette information ne dégage pas l'actionnaire dissident de l'obligation de transmettre par la poste aux actionnaires sa propre circulaire de sollicitation de procurations s'il souhaite s'engager dans une sollicitation générale de procurations. Étant donné le nombre d'activités qui peuvent répondre à la définition de « sollicitation »³¹ au sens de la législation canadienne en valeurs mobilières et de la législation canadienne régissant les sociétés, pour l'activiste cherchant à communiquer avec d'autres actionnaires et à obtenir leur appui pour faire avancer sa campagne, l'obligation de transmettre par la poste une circulaire de sollicitation de procurations de dissident peut donc être déclenchée même si l'activiste a réussi à faire inclure sa proposition dans la circulaire de sollicitation de procurations par la direction.

Fait intéressant, malgré le vif intérêt porté à l'accès aux documents de procuration par les actionnaires, y compris la campagne pour l'amélioration de cet accès qu'a menée la communauté des actionnaires aux États-Unis et au Canada au cours des dernières années (sujet abordé ci-après), ces dispositions canadiennes sur les propositions d'actionnaire, en vigueur depuis longtemps, ont rarement servi pour proposer des candidats à l'élection à un poste d'administrateur, probablement en raison des quatre facteurs suivants :

- La date limite pour la soumission d'une proposition se situe généralement entre quatre et six mois avant la date de l'assemblée et est souvent passée avant qu'un dissident se soit décidé à passer à l'action. Comme il est mentionné ci-dessus, le raccourcissement proposé du délai qui est prévu dans le projet de règlement d'application de la LCSA pourrait accroître le recours aux propositions d'actionnaire pour proposer des candidats.
- Le nombre maximal de mots prévu par règlement, soit 500, que doivent comporter la proposition et l'exposé à son appui n'est pas propice à l'intervention.³²

28 LCSA, par. 137(1.1) et règlements d'application de la LCSA, art. 46.

29 LCSA, par. 137(4).

30 LCSA, al. 137(5)a) et règlements d'application de la LCSA, art. 49. D'autres lois régissant les sociétés (comme la LSAO) calculent le délai différemment.

31 Est assimilé à une « sollicitation » notamment l'envoi d'une « communication aux actionnaires, concerté en vue de l'obtention, du refus ou de la révocation d'une procuration » (voir la définition de « sollicitation » à l'art. 147 de la LCSA). Voir aussi la définition de « solliciter » à l'art. 1.1 du Règlement 51-102.

32 Règlements d'application de la LCSA, art. 48.



- Comme il est mentionné ci-dessus, les actionnaires détenant 5 % des actions ont déjà le droit de demander la convocation d'une assemblée. La date limite pour demander la convocation d'une assemblée se situera généralement à une date beaucoup plus éloignée que la date limite pour la soumission d'une proposition. Par conséquent, l'actionnaire qui envisage de présenter une candidature au moyen d'une proposition pourrait plutôt soumettre une demande à une date ultérieure et convenir par la suite avec la direction que la question qu'il souhaite porter à l'ordre du jour (c'est-à-dire, l'élection des candidats qu'il propose) fasse plutôt l'objet de délibérations à l'assemblée annuelle.
- La simple inclusion de l'information sur les candidats proposés par un dissident dans une circulaire de sollicitation de procurations par la direction et sur le formulaire de procuration de la direction n'est généralement pas considérée comme étant suffisante pour permettre au dissident de bénéficier de chances appréciables de succès, à moins que l'initiative ne soit accompagnée d'un important effort de sollicitation de la part du dissident. Qui plus est, la direction exerce un contrôle considérable sur la manière dont est présentée l'information sur les candidats proposés par le dissident dans la circulaire de sollicitation de procurations par la direction et le formulaire de procuration de la direction. Par conséquent, le dissident préférera généralement transmettre par la poste sa propre circulaire de sollicitation de procurations pour présenter ses candidats et utiliser son propre formulaire de procuration.

En dépit de ces inconvénients, le mécanisme de propositions d'actionnaire est un outil potentiellement utile à un actionnaire qui souhaite présenter ses candidats à l'élection à un poste d'administrateur de la manière la moins coûteuse possible. Ce mécanisme pourrait être particulièrement efficace pour un actionnaire important ou un groupe d'actionnaires importants qui n'ont pas besoin de solliciter publiquement de nombreux actionnaires pour gagner des appuis à l'égard d'une liste de candidats proposée. S'en remettre à la direction pour inclure les candidats de l'actionnaire dissident sur le formulaire de procuration de la direction, puis solliciter en privé jusqu'à 15 actionnaires dans le cadre d'une sollicitation privée limitée pourrait, dans bien des cas, suffire à remporter la victoire dans une course aux procurations peu coûteuse et sans effort.

L'ACCÈS AUX DOCUMENTS DE PROCURATION

Outre le droit qu'ont les actionnaires de soumettre des propositions dont il est fait mention ci-dessus, au cours des deux dernières années, d'autres initiatives ont été réalisées au Canada afin d'accroître l'accès aux documents de procuration par les actionnaires.

En mai 2015, la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance (la « CCGG »), soit le principal groupe consultatif en matière de gouvernance au Canada, a publié sa politique sur l'accès aux documents de procuration, propulsant cette question au cœur des initiatives concernant de nouveaux projets de gouvernance au Canada. La CCGG estime que la participation des actionnaires au processus de sélection des candidats à un poste d'administrateur ne devrait pas être considérée comme « seulement un mécanisme sur lequel on se rabat quand d'autres tentatives d'améliorer la performance du conseil ont échoué », mais plutôt comme un principe de saine gouvernance.³³ La politique de la CCGG encourage les sociétés canadiennes à adopter volontairement des politiques concernant l'accès aux documents de procuration comme mesure servant à améliorer l'interaction directe avec les actionnaires ainsi que la composition des conseils canadiens. À bien des égards, la proposition de la CCGG concernant l'accès aux documents de procuration est conforme à la norme ayant évolué aux États-Unis. Toutefois, il existe des différences notables, notamment les suivantes :

- le pourcentage d'actions dont un actionnaire doit être propriétaire pour pouvoir proposer des candidats à un poste d'administrateur devrait être fixé à 5 %, dans le cas des sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 1 milliard de dollars, et à 3 %, dans le cas des sociétés dont la capitalisation boursière est d'au moins 1 milliard de dollars;
- afin de déterminer si le seuil de 3 % ou de 5 % a été atteint, seuls les droits de vote qui sont rattachés à la participation financière pourraient être pris en compte; toutefois, les actionnaires devraient être autorisés à

³³ Politique de la CCGG intitulée « Processus de mise en candidature d'administrateurs : pour une participation accrue des actionnaires et un meilleur accès aux procurations », mai 2015, p. 2.

coordonner et à regrouper les actions qu'ils détiennent afin d'atteindre le seuil requis sans plafond proposé quant au nombre d'actionnaires pouvant former un groupe qui présente des candidats;

- le nombre de candidats à l'élection à un poste d'administrateur proposés par un actionnaire devrait être limité à trois ou, s'il est moins élevé, au nombre équivalant à 20 % du nombre total de sièges au conseil;
- le droit d'un actionnaire de proposer des candidats ne devrait pas être conditionnel à sa détention d'actions pendant un délai prescrit avant la soumission de sa proposition de candidats; toutefois, l'actionnaire devrait détenir le nombre prescrit d'actions jusqu'à la tenue de l'assemblée; et
- l'émetteur devrait utiliser un formulaire de procuration équitable (c'est-à-dire, que les candidats proposés par les actionnaires doivent avoir la même visibilité que les candidats proposés par la direction et que leur nom doit être indiqué sur la même page que ceux-ci) et universel (voir la rubrique 16 ci-après).

Malgré le déferlement de propositions sur l'accès aux documents de procuration qui ont été présentées aux États-Unis au cours des dernières années, aucun émetteur canadien n'avait, jusqu'à cette année, reçu de proposition d'actionnaire portant sur l'accès aux documents de procuration ni n'avait adopté de politiques à cet égard; cette situation a changé, lorsque deux des plus grandes banques du Canada, à savoir la Banque Royale du Canada (la « RBC ») et la Banque Toronto-Dominion (la « Banque TD »), ont reçu des propositions en vue d'adopter un règlement administratif sur l'accès aux documents de procuration. Les propositions ont été soumises à chacune des banques par le même actionnaire qui demandait au conseil respectif de celles-ci d'adopter un règlement administratif semblable au règlement administratif américain sur l'accès aux documents de procuration le plus courant, permettant aux actionnaires qui sont propriétaires véritables d'au moins 3 % des actions ordinaires en circulation de la banque, de façon continue pendant trois ans, de présenter des candidats à l'élection à un poste d'administrateur. Pour certaines raisons, les conseils de la Banque TD et de la RBC ont recommandé aux actionnaires de voter contre les propositions. ISS et certains grands investisseurs institutionnels ont appuyé les propositions, l'une d'entre elles ayant été adoptée à une faible majorité à l'assemblée annuelle des actionnaires de la Banque TD tenue le 30 mars 2017, recueillant l'appui de 52,2 % des actionnaires. Toutefois, une semaine plus tard, la même proposition a été rejetée à une faible majorité à l'assemblée annuelle des actionnaires de la RBC tenue le 6 avril 2017, 53,2 % des actionnaires ayant voté contre. Les deux banques ont annoncé leur intention de différer leur décision quant à l'éventuelle mise en œuvre d'un règlement administratif sur l'accès aux documents de procuration et, le cas échéant, quant à ses modalités. Elles ont également réitéré leur engagement de poursuivre, au cours de la prochaine année, le dialogue avec les parties intéressées pour examiner un régime d'accès aux documents de procuration pouvant leur convenir, et elles feront état de leurs conclusions à leurs actionnaires dans leur circulaire de sollicitation de procurations respective de 2018.

Entre-temps, des modifications proposées de la LSAO comprises dans un projet de loi d'initiative parlementaire feraient de l'accès aux documents de procuration un droit enchâssé dans la loi pour les actionnaires des sociétés constituées en Ontario. Si les modifications proposées sont adoptées,³⁴ la LSAO permettrait aux actionnaires inscrits ou véritables qui détiennent au moins 3 % des actions ou 3 % de la catégorie ou de la série d'actions ayant le droit de voter à une assemblée de proposer un candidat à l'élection à un poste d'administrateur. Si une telle proposition est soumise, le formulaire de procuration de la société doit inclure le nom du candidat proposé par l'actionnaire, et les actionnaires ont le droit de choisir parmi eux une personne qui présidera l'assemblée. Les modifications de 2016 qu'il est proposé d'apporter à la LCSA (abordées ailleurs dans les présentes) ne prévoient pas de modifier le droit des actionnaires de soumettre des propositions ou le droit d'accéder aux documents de

34 *Projet de loi 101, Loi de 2017 visant à accroître les droits des actionnaires.*

procuration qui sont actuellement prévus, pour les actionnaires de sociétés constituées sous le régime des lois fédérales.³⁵

16 Le formulaire de procuration universel

La réglementation canadienne en matière de sollicitation de procurations est plus souple que la réglementation américaine analogue, en ce sens qu'un dissident peut utiliser un formulaire de procuration de type « bulletin universel » ou « procuration universelle », sur lequel figure le nom des candidats proposés par la direction ainsi que celui des candidats qu'il propose. Il s'agit d'une différence par rapport à la réglementation américaine en matière de procurations, qui, à l'heure actuelle³⁶, exige que le dissident obtienne le consentement de chaque personne dont le nom figure sur son formulaire de procuration.

L'utilisation d'un formulaire de procuration universel au Canada permet au dissident d'offrir aux actionnaires la possibilité de choisir qui ils veulent parmi tous les candidats à l'élection à un poste d'administrateur. Pour de nombreux actionnaires, le formulaire du dissident devient ainsi une option plus intéressante puisqu'ils peuvent adapter l'exercice de leurs droits de vote en votant pour la combinaison de candidats de la direction et de candidats du dissident de leur choix. Par exemple, lorsqu'un actionnaire appuie un dissident, mais qu'il estime trop longue la liste de candidats proposée par ce dernier, un formulaire de procuration universel lui permettrait de voter pour certains des candidats proposés par le dissident ainsi que pour un ou plusieurs candidats proposés par la direction. En septembre 2015, la CCGG a publié une politique dans laquelle elle préconisait l'adoption de modifications législatives pour rendre obligatoire l'utilisation d'un formulaire de procuration unique dans le cadre des élections des administrateurs contestées. Peu importe la teneur des modifications législatives qui seront apportées, la CCGG milite entre-temps en faveur de l'adoption volontaire, par les émetteurs canadiens, de la pratique consistant à faire usage d'un formulaire de procuration universel.³⁷

Un formulaire de procuration universel a été utilisé avec succès pour la première fois dans le cadre de la course aux procurations de Pershing Square visant Chemin de fer Canadien Pacifique.³⁸ Dans cette course, les deux parties ont fini par utiliser des formulaires de procuration universels, la direction agissant vraisemblablement ainsi de façon préventive pour que son formulaire ne soit pas considéré comme étant moins souple que celui de Pershing Square. Par ailleurs, dans le cadre de la course aux procurations de JANA Partners contre Agrium Inc. en 2013, JANA a utilisé un formulaire de procuration quasi universel, dans lequel elle offrait aux actionnaires la possibilité de voter pour sept candidats qui lui semblaient convenables, en plus des cinq candidats qu'elle proposait sur son formulaire de procuration, contrairement à Agrium, qui avait inclus sur son formulaire de procuration uniquement le nom des douze candidats qui étaient proposés par la direction. L'utilisation de formulaires de procuration universels a nécessité une adaptation au système de vote en ligne de Broadridge, ce qui a occasionné des frais supplémentaires

35 On trouvera de plus amples renseignements dans notre article intitulé « Les propositions d'actionnaire demandant l'adoption d'un règlement sur l'accès au processus de mise en candidature des administrateurs : une nouvelle tendance? » (31 mars 2017) (qui peut être consulté à l'adresse <https://www.dwpv.com/fr/Insights/Publications/2017/Are-the-Floodgates-Open-in-Canada>). Vous pouvez également en apprendre davantage sur l'accès aux documents de procuration, les propositions d'actionnaire et d'autres grandes tendances et questions en matière de gouvernance au Canada dans le Rapport de Davies sur la gouvernance 2016 (qui peut être consulté à l'adresse <https://www.dwpv.com/Davies-Governance-Insights-2016>).

36 En octobre 2016, la SEC a proposé de nouvelles règles aux termes desquelles les parties qui sollicitent des procurations dans le cadre d'élections des administrateurs contestées seraient tenues d'utiliser des formulaires de procuration universels. La proposition en est encore à l'étape des observations. On pourra obtenir de plus amples renseignements dans notre article intitulé « Projet de règles de la SEC exigeant l'utilisation de formulaires de procuration universels » (le 16 février 2017) (qui peut être consulté à l'adresse <https://www.dwpv.com/Projet-de-regles-SEC-formulaires-procuration-universels>).

37 Si elles étaient adoptées, les modifications qu'il est proposé d'apporter à la LSAO dont il est question sous la rubrique 15 ci-dessus obligerait la direction à inclure, dans son formulaire de procuration, le nom de tous les candidats à un poste d'administrateur indiqué dans une proposition d'actionnaire.

38 Les dissidents dans la course aux procurations de 2008 de Biovail Corporation ont également eu recours à un formulaire de procuration universel, mais leur campagne a été infructueuse. Les dissidents ont également eu des difficultés d'ordre technique avec Broadridge Investor Communications Solution (« Broadridge ») pour que soient acceptées en ligne les directives de vote figurant sur le formulaire de procuration des dissidents.

considérables pour les premières sociétés qui ont eu recours à ce type de formulaire de procuration. Toutefois, des améliorations au système ont été apportées pour permettre l'utilisation de formulaires de procuration universels dans des courses aux procurations subséquentes. De plus, l'utilisation d'un formulaire de procuration universel peut permettre d'accéder à de l'information plus complète, ce qui s'avère avantageux puisque, de façon générale, faute d'entente entre le dissident et l'émetteur, ni l'un ni l'autre n'aura accès à l'information concernant les candidats qui figurera sur le formulaire de procuration de l'autre. En utilisant un formulaire de procuration universel et en persuadant les actionnaires d'utiliser ce formulaire pour exercer leurs droits de vote, les activistes pourraient être en mesure d'obtenir un portrait plus juste de leurs chances de succès avant la tenue de l'assemblée.

17 L'achat de votes : les honoraires des courtiers-démarcheurs dans le cadre des courses aux procurations

La course aux procurations très médiatisée dans le cadre de laquelle JANA Partners a cherché à faire élire cinq candidats au conseil d'Agrium Inc. a mis en lumière la pratique des sociétés qui consiste à rémunérer, au moyen du versement de ce que l'on appelle la rémunération des courtiers-démarcheurs, les courtiers qui sollicitent des votes en faveur des candidats de la direction auprès des actionnaires.

Initialement, on n'avait recours à la rémunération des courtiers-démarcheurs que dans le cadre d'offres publiques d'achat. Dans le cadre de telles opérations, les initiateurs qui cherchent à respecter leurs conditions de dépôt minimal pour mener à bien leur offre retiennent les services d'un courtier chargé de mettre sur pied un groupe de démarchage qui rémunère les courtiers (aux frais de l'initiateur) pour que ceux-ci veillent à ce que leurs clients qui sont des petits investisseurs déposent leurs titres en réponse à l'offre. La rémunération sert de commission versée aux courtiers en contrepartie du dépôt, par leurs clients, d'actions en réponse à l'offre. Bien qu'elle ait suscité des critiques de la part des défenseurs des actionnaires qui soutenaient que la rémunération compromettait la capacité des courtiers de donner des conseils objectifs aux actionnaires quant à la question à savoir s'ils devaient ou non déposer leurs actions en réponse à une offre, cette pratique est devenue plutôt courante.

Au cours de la dernière décennie, le recours à la rémunération des courtiers-démarcheurs s'est étendu aux opérations canadiennes de fusions et acquisitions réalisées par voie de vote des actionnaires. Dans ces cas, les courtiers sont rémunérés pour faire la sollicitation de votes favorables à l'opération auprès de leurs clients. Dans certains cas, des initiateurs concurrents ont offert cette rémunération pour inciter les courtiers à veiller à ce que leurs clients votent contre une opération concurrente. Malgré la variété de situations dans lesquelles la rémunération des courtiers-démarcheurs a été utilisée, jusqu'en 2012, le recours à ce type de rémunération était une mesure qui se limitait aux opérations visant des sociétés, et ce type de rémunération n'avait jamais été utilisé dans le cadre de courses aux procurations relatives à l'élection d'un conseil d'administration.

Le recours à des ententes concernant la rémunération des courtiers-démarcheurs par le conseil en place a fait son arrivée au Canada dans le cadre de diverses courses aux procurations en 2012 et en 2013, notamment la course aux procurations visant EnerCare Inc. menée en 2012, la course aux procurations entre TELUS et Mason menée en 2012 et la course aux procurations entre JANA Partners et Agrium menée en 2013.

Dans la course aux procurations entre JANA Partners et Agrium dans laquelle JANA Partners cherchait à remplacer des membres du conseil d'Agrium, Agrium a offert de verser aux courtiers-démarcheurs une rémunération de 0,25 cent pour chaque action dont le droit de vote qui y était rattaché était exercé en faveur de l'élection de l'ensemble des membres du conseil d'administration en poste d'Agrium. Contrairement à ce qui s'était produit dans le cadre de la course aux procurations visant EnerCare menée auparavant, Agrium n'avait pas rendu public le fait qu'elle avait offert de verser une rémunération aux courtiers-démarcheurs, ayant plutôt offert aux courtiers-démarcheurs de leur verser une telle rémunération dans le cadre d'une communication confidentielle qu'elle leur avait fait parvenir. L'offre de rémunération qu'Agrium avait faite aux courtiers-démarcheurs a suscité une intense



couverture médiatique et une vive réaction négative de la part des actionnaires, des théoriciens, des participants au marché et de la presse internationale, et a focalisé l'attention sur l'opportunité de la pratique, non seulement dans le cadre de courses aux procurations relatives à l'élection d'administrateurs, mais aussi dans le contexte des fusions et acquisitions.

De nombreuses organisations d'actionnaires et de nombreux intervenants ont condamné la pratique, tout particulièrement dans le contexte d'une élection d'administrateurs. La CCGG a notamment affirmé, dans une lettre d'opinion parue dans le journal canadien *The Globe and Mail*, que l'« achat de votes » par Agrium était incompatible avec les principes fondamentaux de la démocratie actionnariale et les devoirs fiduciaires des administrateurs. *The Globe and Mail* a également publié un éditorial critiquant cette démarche du conseil d'Agrium.

La controverse née de l'utilisation par Agrium de la rémunération des courtiers-démarcheurs a également suscité des questionnements au sujet de la légalité de la participation des courtiers à une telle pratique en vertu de la législation canadienne. Il convient de souligner que les courtiers aux États-Unis ne se livrent pas à une telle pratique parce qu'en touchant une rémunération pour la sollicitation de votes, ils contreviendraient aux règles applicables à la sollicitation de procurations prévues par la *Rule 14a-2* prise en application de la loi américaine intitulée *Securities Exchange Act of 1934*.

Malgré les réactions et l'attention négatives suscitées par le recours à la rémunération des courtiers-démarcheurs dans ces courses aux procurations menées il y a quelques années, à l'heure actuelle, aucune disposition législative ou réglementaire n'interdit expressément à un conseil d'administration de verser une rémunération aux courtiers-démarcheurs dans le cadre d'une course aux procurations, et aucune autorité de réglementation, aucun tribunal ni aucun législateur au Canada n'a pris la position que cette pratique était illégale. Toutefois, il est intéressant de constater que la réglementation canadienne en matière de sollicitation de procurations est essentiellement semblable à la réglementation américaine qui est invoquée pour conclure à l'interdiction de cette pratique.

Quoi qu'il en soit, il est très probable que tout conseil qui ferait usage de cette tactique s'attirerait de fortes critiques et risquerait d'aliéner les actionnaires dont il espérait obtenir l'appui.

18 La réforme de l'infrastructure du vote par procuration

Au cours des dernières années, les préoccupations des participants au marché sur le fonctionnement du système de vote par procuration tant au Canada qu'aux États-Unis ont monopolisé l'attention. En 2010, notre cabinet a publié un livre blanc sur le système canadien de vote par procuration, intitulé *The Quality of the Shareholder Vote in Canada* (qui peut être consulté à l'adresse <https://www.dwpv.com/Shareholder-Vote-in-Canada> [disponible en anglais seulement]). Ce livre blanc présente en détail la complexité du système de vote par procuration et souligne plusieurs de ses lacunes. Depuis la publication du livre en 2010, les discussions au sujet de la nécessité d'une réforme se sont poursuivies au sein du secteur du vote par les actionnaires.

Au cours des dernières années, en réponse aux lacunes relevées, les ACVM se sont attachées à élaborer des solutions en vue d'améliorer l'exactitude, la fiabilité et la transparence de l'infrastructure du vote par procuration. Plus particulièrement, elles ont collaboré avec des spécialistes du secteur pour régler des problèmes de perception de l'infrastructure du vote par procuration, notamment des préoccupations concernant les survotes, les votes manquants et les votes répartis au *pro rata*, ainsi que le manque de communication, de transparence et de rapprochement et de confirmation des votes de bout en bout dans le processus de vote par procuration. Les travaux des ACVM dans ces domaines ont mené à la publication, en janvier 2017, de quatre protocoles non contraignants qui définissent les rôles et les responsabilités des entités clés qui participent au processus de rapprochement des votes établi en vue d'une assemblée et renferment des indications sur les processus opérationnels que ces



entités devraient mettre en place pour rendre le système de vote par procuration plus exact et fiable et accroître la responsabilité des entités qui en sont chargées.³⁹

Les protocoles contiennent des indications visant l'amélioration de l'exactitude de l'information sur les droits de vote que fournissent aux compilateurs les intermédiaires qui demandent des instructions de vote aux propriétaires véritables, l'amélioration du mode de consignation des droits de vote, la cohérence de la compilation et de la consignation des votes par procuration, et, surtout, la communication, par les compilateurs d'assemblées aux intermédiaires et aux propriétaires véritables, du fait qu'il y a eu rejet ou répartition au *pro rata* des votes et des motifs du rejet ou de la répartition. Les ACVM entendent surveiller la mise en œuvre (entièrement facultative) des protocoles par les joueurs clés au cours des saisons de sollicitation de procurations 2017 et 2018 et évalueront si des mesures réglementaires supplémentaires s'imposent.

19 La réglementation relative aux agences de conseil en vote

Afin de répondre à certaines préoccupations portant sur le rôle et l'influence des agences de conseil en vote comme ISS et Glass Lewis, les ACVM ont adopté une instruction générale portant sur les pratiques des agences de conseil en vote en avril 2015.⁴⁰ L'instruction générale s'applique aux agences de conseil en vote dont les services aux actionnaires incluent une analyse de questions soumises au vote des actionnaires à l'assemblée, la formulation de recommandations de vote et l'élaboration de lignes directrices en matière de vote à l'intention des émetteurs. Plutôt que d'obliger les agences de conseil en vote à suivre une liste de règles rigoureuses, l'instruction générale établit une liste de pratiques exemplaires que les agences de conseil en vote sont invitées à suivre. Les pratiques exemplaires portent sur quatre grands sujets de préoccupation, à savoir :

- **Les conflits d'intérêts potentiels découlant des activités de consultation des agences de conseil en vote.** L'instruction générale invite les agences de conseil en vote à établir des politiques écrites, des mesures de protection internes et des codes de conduite en vue de repérer, de gérer et d'atténuer les conflits d'intérêts réels et potentiels. Elle contient également une recommandation selon laquelle les émetteurs devraient évaluer régulièrement l'efficacité des mesures qu'ils adoptent.
- **Les recommandations de vote.** L'instruction générale encourage les agences de conseil en vote à envisager la publication des méthodes et des procédures qu'elles utilisent pour formuler les recommandations de vote, dans la mesure où cette publication ne compromet pas le caractère exclusif ou commercialement sensible de l'information.
- **Les lignes directrices en matière de vote par procuration.** L'instruction générale encourage les agences de conseil en vote à établir des politiques et des procédures écrites concernant le processus qu'elles devront suivre pour l'élaboration des lignes directrices en matière de vote.
- **Les communications externes.** L'instruction générale présente les grandes lignes des renseignements que, de l'avis des ACVM, les agences de conseil en vote devraient partager avec leurs clients, notamment leurs rapports, l'information provenant de modèles analytiques qu'elles utilisent et les hypothèses qui sous-tendent leurs analyses.

39 Avis 54-305 du personnel des ACVM : *Protocoles concernant le rapprochement des votes établis en vue d'une assemblée.*

40 *Instruction générale 25-201 relative aux indications à l'intention des agences de conseil en vote.*



Davies est un cabinet d'avocats spécialistes des enjeux cruciaux. Résolus à produire des résultats supérieurs pour nos clients, nous nous retrouvons systématiquement au cœur de leurs opérations et de leurs dossiers les plus importants et les plus complexes. Nos bureaux sont situés à Montréal, à Toronto et à New York, et notre pratique s'étend également à chaque continent. N'hésitez pas à communiquer avec l'un de nos avocats pour discuter de votre situation. Consulter notre site Web au www.dwpv.com.

Les renseignements présentés dans ce guide ne doivent pas être considérés comme des conseils juridiques. Nous vous prions de nous adresser directement toute question particulière que vous pourriez avoir.



Patricia L. Olasker
polasker@dwpv.com
416.863.5551



Montréal

1501, avenue McGill College
26^e étage
Montréal (Québec) H3A 3N9
TÉL 514.841.6400

Toronto

155, rue Wellington Ouest
Toronto (Ontario) M5V 3J7
TÉL 416.863.0900

New York

900, Third Avenue
24^e étage
New York (New York), États-Unis 10022
TÉL 212.588.5500