

Propositions d'actionnaires aux États-Unis et au Canada

Les propositions d'actionnaires sont employées depuis longtemps par les investisseurs comme moyen efficace pour soulever des questions d'ordre environnemental ou social ou concernant la gouvernance et pour entretenir un dialogue avec les sociétés ouvertes. Cependant, le régime s'appliquant aux propositions d'actionnaires peut comporter des coûts et un fardeau pour les sociétés. La Securities and Exchange Commission des États-Unis (la « SEC ») tente depuis des années de trouver un juste équilibre entre les avantages et les coûts des propositions d'actionnaires. Un projet de loi proposé en 2018 et les déclarations du président de la SEC indiquent que la SEC compte proposer des modifications au régime de propositions d'actionnaires à brève échéance qui concerneront particulièrement les exigences s'appliquant au renouvellement de propositions préalablement présentées ayant été refusées par les actionnaires. Dans le présent chapitre, nous nous penchons sur le régime actuel de propositions d'actionnaires des États-Unis et examinons les modifications qui pourraient être apportées aux seuils d'acceptabilité des renouvellements de propositions. De plus, nous examinons le nombre grandissant de propositions d'actionnaires présentées au Canada, où le régime ne sera sans doute pas modifié dans un avenir rapproché.

Régime s'appliquant actuellement aux propositions d'actionnaires aux États-Unis

Le régime de propositions d'actionnaires en vigueur aux États-Unis, régi par la règle 14a-8 en application de la loi intitulée *Securities Exchange Act of 1934*, permet aux actionnaires de recommander ou d'exiger qu'une société ou son conseil d'administration prenne une certaine mesure, souvent liée à des questions environnementales, sociales et de gouvernance (les « questions ESG »). Les partisans des propositions d'actionnaires sont souvent des investisseurs activistes, des caisses de retraite publiques, des fonds spéculatifs et des groupes d'intérêt. La SEC tente depuis des années de trouver un juste équilibre entre, d'une part, les avantages de la règle et sa portée et, d'autre part, le fardeau et les coûts associés à la conformité. Nous nous attendons à ce que la SEC propose des modifications à cette règle dans un avenir rapproché, particulièrement en ce qui concerne les seuils fixés pour le renouvellement de propositions ayant été préalablement refusées.

Selon la règle actuelle, l'actionnaire admissible qui satisfait à certaines exigences est en droit de présenter une proposition afin qu'elle soit soumise au vote à la prochaine assemblée des actionnaires d'une société. Pour présenter une proposition, l'actionnaire doit avoir détenu sans interruption des titres avec droit de vote de la société représentant une valeur de marché d'au moins 2 000 \$ US ou 1 % du nombre des titres avec droit de vote de la société pendant au moins un an avant la présentation de la proposition, et doit continuer de détenir ces titres jusqu'à la date de l'assemblée. L'actionnaire ou son représentant doit assister à l'assemblée pour présenter la proposition. La société doit inclure la proposition dans ses documents de sollicitation de procurations en vue de l'assemblée des actionnaires concernée, à moins que la proposition ne soit exclue pour certains motifs de procédure ou de fond décrits dans la règle.

Une société peut ne pas inclure une proposition dans ses documents de sollicitation de procurations pour l'un des treize motifs de fond énumérés dans la règle 14a-8, notamment si la proposition :

- ne présente pas un sujet d'action approprié pour les actionnaires selon les lois du territoire de constitution de la société;
- advenant son adoption, conduirait la société à violer une loi d'un État ou une loi fédérale ou étrangère quelconque applicable;
- se rapporte à une réclamation ou à un grief personnel contre la société ou toute autre personne, ou vise à procurer un avantage personnel ou à favoriser un intérêt personnel qui n'est pas partagé par les autres actionnaires en général;
- concerne des activités représentant moins de 5 % de l'actif total de la société à la fin de son dernier exercice terminé et moins de 5 % de son résultat net et de son chiffre d'affaires brut pour cet exercice, et qui n'ont pas un autre lien important avec les activités commerciales principales de la société;
- porte sur une question liée aux activités commerciales courantes de la société (et devrait donc être traitée par son conseil et non par ses actionnaires).

Une société qui a l'intention d'exclure une proposition de ses documents de sollicitation de procurations doit en présenter les motifs à la SEC (en y joignant tout document à l'appui). Le personnel de la SEC est chargé de déterminer les propositions pouvant être exclues et, jusqu'à récemment, elle indiquait sa décision dans une lettre de non-intervention (*no action letter*). Le 6 septembre 2019, le personnel de la SEC a annoncé qu'il modifiait son processus d'administration de la règle 14a-8. Dorénavant, lorsqu'une société cherchera à exclure une proposition, le personnel de la SEC informera l'auteur de la proposition et l'émetteur de sa position, c'est-à-dire de son accord ou désaccord ou de sa décision de ne pas se prononcer à l'égard du motif d'exclusion invoqué par la société¹⁵⁷. À compter de la période de sollicitation de procurations de 2019-2020, le personnel de la SEC peut également donner sa réponse verbalement plutôt que par écrit à certaines demandes de non-intervention. Le personnel de la SEC a l'intention de produire une lettre de réponse dans les cas où il le juge utile, par exemple pour donner des directives générales sur le respect de la règle 14a-8.

Un émetteur peut également exclure certaines propositions d'actionnaires portant essentiellement sur le même sujet qu'une question déjà soumise au vote au cours des dernières années. Plus précisément, l'émetteur peut exclure une proposition présentée de nouveau si, au cours des cinq années précédentes, la proposition :

- a déjà été soumise au vote à une reprise et a recueilli moins de 3 % des voix exprimées;
- a déjà été soumise au vote à deux reprises et a recueilli la dernière fois moins de 6 % des voix exprimées;
- a déjà été soumise au vote à trois reprises ou plus et a recueilli la dernière fois moins de 10 % des voix exprimées¹⁵⁸.

Les seuils minimums existants relatifs au renouvellement de propositions déjà présentées ont été fixés dans les années 1950. Jusqu'à ce que les investisseurs institutionnels commencent à participer plus activement aux votes des actionnaires, ces seuils ont constitué un obstacle à l'obtention d'un appui suffisant pour la majorité des renouvellements de propositions. Ces dernières années, en raison de la participation plus active des investisseurs institutionnels aux votes des actionnaires, la grande majorité des propositions d'actionnaires a reçu le pourcentage minimum requis de voix et a donc pu être présentée de nouveau. En fait, une étude publiée par le CII Research and Education Fund en 2018 a permis de conclure qu'au moins 90 % des propositions d'actionnaires rejetées pourraient être l'objet d'une nouvelle présentation selon le régime réglementaire actuel¹⁵⁹.

Modifications proposées à la règle concernant les propositions d'actionnaires aux É.-U. : hausse des seuils minimums relatifs au renouvellement de propositions

Aux États-Unis, le 10 mai 2018, le représentant Sean Duffy a présenté un projet de loi (le « projet de loi H.R. 5756 ») visant à exiger de la SEC qu'elle révise la règle 14a-8(c)(12) dans le but de relever les seuils des pourcentages minimums relatifs au renouvellement de propositions d'actionnaires déjà présentées pour les faire passer de 3 %, 6 % et 10 % à 6 %, 15 % et 30 %, respectivement¹⁶⁰. Le comité des services

Une étude publiée par le CII Research and Education Fund en 2018 a permis de conclure qu'au moins 90 % des propositions d'actionnaires rejetées pourraient être l'objet d'une nouvelle présentation selon le régime réglementaire actuel des États-Unis.

financiers de la Chambre des représentants a déclaré que l'objectif de la hausse des seuils relatifs au renouvellement de propositions qui est proposée dans le projet de loi H.R. 5756 était de réduire les frais considérables que doivent engager les sociétés à l'égard des propositions d'actionnaires et de permettre aux sociétés de concentrer leurs ressources sur l'obtention du meilleur rendement pour leurs actionnaires¹⁶¹. Le comité a affirmé qu'en raison des seuils extrêmement bas fixés à l'égard de l'acceptabilité d'une proposition, et du fait que la SEC a de plus en plus tendance à privilégier la position des actionnaires, les actionnaires activistes ayant des intérêts particuliers profitaient du régime réglementaire actuel pour faire avancer leurs programmes sociaux, environnementaux ou politiques aux dépens des autres actionnaires. Le coût d'une proposition, selon le comité, peut atteindre 150 000 \$ US par proposition. Certaines sociétés reçoivent quinze propositions ou plus par année, représentant pour elles 2 millions de dollars américains en temps et en ressources que le comité considère comme des ressources détournées de l'obligation fiduciaire principale de la société, c'est-à-dire la maximisation de la valeur de l'avoir des actionnaires. Selon les estimations du CII Research and Education Fund, s'ils sont adoptés, les seuils plus élevés relatifs au renouvellement de propositions auraient pour effet de tripler le nombre des propositions qui ne pourraient être présentées de nouveau selon la règle actuellement en vigueur aux États-Unis¹⁶².

De l'avis des membres minoritaires du comité s'étant opposés au projet de loi H.R. 5756, ce dernier [TRADUCTION] « reposait sur l'idée fautive que les actionnaires abusent du processus de proposition d'actionnaires pour promouvoir les intérêts d'activistes au détriment des sociétés ouvertes.

Au contraire, les propositions d'actionnaires ont profité aux sociétés ouvertes en favorisant l'interaction avec les actionnaires et en rehaussant la performance ». Ils ont donné comme exemple la présence accrue des femmes au sein des conseils d'administration, présence qui a amélioré la prise des décisions au sein des conseils. Selon un des membres du comité, ce progrès en matière de diversité ne se serait pas produit si les seuils relatifs au renouvellement de propositions avaient été en vigueur au moment où ont été présentées les

premières propositions visant la diversité du conseil. Ainsi, de l'avis des membres minoritaires du comité, le relèvement de ces seuils ferait obstacle à de nombreuses propositions d'actionnaires importantes sur l'environnement, la diversité, la gouvernance et d'autres questions essentielles¹⁶³. Il est également important de savoir que la majorité des sociétés ne se voient jamais présenter de proposition, et que le nombre moyen des propositions que reçoivent les émetteurs est généralement très faible (moins de deux).

TABLEAU 7-1 :
Régime s'appliquant aux propositions d'actionnaires aux États-Unis : règle existante et modifications potentielles

Critères d'acceptabilité	Exigences existantes selon la règle 14a-8	Modifications potentielles
Seuils d'actionariat	<p>L'actionnaire doit avoir détenu sans interruption des titres de la société dont la valeur de marché s'élève au moins à 2 000 \$ US ou représentant 1 % des titres de la société et conférant le droit de voter à l'égard de la proposition à l'assemblée pendant au moins un an avant de présenter sa proposition.</p> <p>L'actionnaire doit détenir ses titres jusqu'à la date de l'assemblée et accepter de présenter (ou de faire présenter par son représentant autorisé) la proposition à l'assemblée.</p>	Aucune information à ce sujet.
Seuils relatifs au renouvellement de propositions déjà présentées	<p>Si la proposition porte essentiellement sur le même sujet qu'une autre proposition ayant déjà été incluse dans les documents de sollicitation de procurations de la société au cours des cinq dernières années, elle peut être exclue de ces documents pour toute assemblée des actionnaires tenue au cours des trois années suivant la dernière présentation de la proposition si elle a reçu :</p> <ul style="list-style-type: none"> – moins de 3 % des voix, si elle a été présentée une fois au cours des cinq dernières années; – moins de 6 % des voix la dernière fois qu'elle a été présentée, si elle a été présentée deux fois au cours des cinq dernières années; – moins de 10 % des voix la dernière fois qu'elle a été présentée, si elle a été présentée trois fois ou plus au cours des cinq dernières années 	<p>Si la proposition porte essentiellement sur le même sujet qu'une autre proposition ayant déjà été incluse dans les documents de sollicitation de procurations de la société au cours des cinq dernières années, elle peut être exclue de ces documents pour toute assemblée des actionnaires tenue au cours des trois années suivant la dernière présentation de la proposition si elle a reçu :</p> <ul style="list-style-type: none"> – moins de 6 % des voix, si elle a été présentée une fois au cours des cinq dernières années; – moins de 15 % des voix la dernière fois qu'elle a été présentée, si elle a été présentée deux fois au cours des cinq dernières années; – moins de 30 % des voix la dernière fois qu'elle a été présentée, si elle a été présentée trois fois ou plus au cours des cinq dernières années.

Comment progressera ce dossier aux États-Unis? Changements probables de la part de la SEC

Dans un discours décrivant le programme de la SEC pour 2019, le président de la SEC, Jay Clayton, a proposé que la SEC envisage d'examiner les seuils d'actionnariat et les seuils relatifs au renouvellement de propositions d'actionnaires prévus par la règle, notamment pour prendre en considération d'autres facteurs, outre le montant investi et la durée de détention des actions, qui pourraient raisonnablement démontrer que les intérêts de l'actionnaire proposant sont alignés sur ceux des investisseurs de longue durée de la société¹⁶⁴. De même, dans le programme réglementaire semestriel de la SEC publié le 22 mai 2019, la Division of Corporation Finance de la SEC a indiqué qu'elle envisageait de recommander que la SEC propose de modifier les seuils relatifs aux propositions d'actionnaires fixés dans la règle 14a-8.

Même si la SEC n'a pas encore proposé de modifications précises à apporter à cette règle, l'on s'attend généralement à ce qu'elle le fasse au cours des prochains mois.

Régime relatif aux propositions d'actionnaires en vigueur au Canada

Comme les actionnaires des sociétés américaines, les actionnaires des sociétés canadiennes peuvent soulever des questions ESG et présenter des candidatures au conseil d'administration, même s'ils ne le font que rarement pour ce deuxième motif, en se prévalant du régime de propositions d'actionnaires prévu par la législation fédérale ou provinciale sur les sociétés. Pour être en droit de présenter une proposition d'actionnaire selon la loi fédérale qui régit les sociétés, à savoir la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (la « LCSA »), l'actionnaire doit être le détenteur d'actions avec droit de vote représentant au moins 1 % des actions avec droit de vote en circulation ou une juste valeur de marché d'au moins 2 000 \$ jusqu'à la date de l'assemblée des actionnaires visée¹⁶⁵. Si la proposition porte sur la mise en candidature d'un ou de plusieurs administrateurs, elle doit également être signée par un ou plusieurs actionnaires détenant collectivement au moins 5 % des actions donnant

le droit de voter à l'assemblée (dans un tel cas, il n'y a aucune limite quant au nombre des candidats pouvant être proposés¹⁶⁶). La société qui reçoit une proposition acceptable est tenue de l'inclure dans sa circulaire de sollicitation de procurations en vue de l'assemblée de ses actionnaires.

La LCSA permet à une société de refuser une proposition et de l'exclure de sa circulaire de sollicitation de procurations pour certains motifs de procédure ou de fond précisés, dont certains sont semblables à ceux que prévoit la règle 14a-8 existante des États-Unis. L'un des motifs justifiant l'exclusion d'une proposition est la répétition, c'est-à-dire que la proposition est à peu près identique à une proposition figurant dans une circulaire de la direction ou d'un dissident sollicitant des procurations et présentée aux actionnaires à une assemblée tenue dans le délai réglementaire précédant la réception de la proposition et n'ayant pas reçu l'appui nécessaire prévu par les règlements¹⁶⁷. À cette fin, le délai réglementaire et l'appui nécessaire prévus par les règlements pour autoriser le renouvellement d'une proposition déjà présentée, selon la LCSA, correspondent en général à ceux que prévoit la règle 14a-8 existante des États-Unis, soit un délai de cinq ans et un appui respectant les seuils de 3 %, 6 % et 10 % du nombre total des voix exprimées¹⁶⁸.

Les organismes de réglementation des valeurs mobilières du Canada, cependant, contrairement aux autorités des États-Unis, n'assurent pas de surveillance (et ne produisent pas de lettre de non-intervention ou de conseils à l'intention des sociétés ouvertes) à l'égard des propositions que les émetteurs refusent. Au Canada, c'est le conseil d'administration de l'émetteur qui détermine s'il accepte ou refuse une proposition; l'actionnaire qui s'estime lésé par le refus d'une société d'inclure sa proposition dans la circulaire de sollicitation de procurations doit s'adresser aux tribunaux du Canada pour se faire entendre.

Augmentation du nombre des propositions d'actionnaires au Canada

Après une tendance à la baisse de trois ans, l'année 2019 a été marquée par un regain d'activité en ce qui concerne les propositions d'actionnaires au Canada. Comme l'illustre le tableau 7-2 ci-dessous, cette année, un total de 62 propositions, soit un nombre correspondant au niveau élevé de 2015, a été présenté à 30 émetteurs canadiens compris dans l'Indice composé et l'Indice des titres à petite capitalisation.

TABLEAU 7-2 :

Propositions d'actionnaires présentées aux émetteurs de l'Indice composé et de l'Indice des titres à petite capitalisation de la TSX (2015–2019)

	2019	2018	2017	2016	2015
Nombre de propositions	62	37	46	47	65
Nombre d'émetteurs ayant reçu des propositions	30	22	22	24	26
Nombre d'institutions financières ayant reçu des propositions	7	4	7	7	7
Pourcentage moyen des voix exprimées en faveur (pour l'ensemble des propositions)	13 %	16 %	18 %	14 %	19 %
Pourcentage moyen des voix exprimées en faveur (à l'exclusion des propositions approuvées par les actionnaires)	12 %	10 %	12 %	7 %	11 %

Au Canada, en 2019, les sujets les plus courants des propositions d'actionnaires étaient, notamment :

- la tenue d'un vote consultatif sur la rémunération de la haute direction, l'intégration à la rémunération de la haute direction de mesures tenant compte des questions ESG et de l'inconduite sexuelle, la divulgation des ratios de fonds propres utilisés pour établir la rémunération et l'examen de l'inégalité relative de la rémunération
- les changements climatiques, comme l'établissement et la publication de cibles en matière de réduction des gaz à effet de serre, la production d'un rapport annuel concernant la durabilité, la divulgation des mesures prises à l'appui de la transition vers une économie produisant peu de carbone et la communication d'information sur les emballages écologiques, la déforestation et les impacts sociaux des gaspillages alimentaires
- la création d'un nouveau comité de la technologie
- les questions sociales, comme les exigences minimales concernant les pratiques de travail, les droits des peuples autochtones, les politiques relatives aux droits de la personne et l'adoption d'une politique concernant le salaire vital
- l'adoption d'une politique sur la représentation des femmes au sein du conseil d'administration et de la haute direction
- la divulgation des résultats de votes par catégories d'actions et les divulgations connexes
- l'indépendance des membres du conseil d'administration.

Parmi les 62 propositions présentées, en 2019, aux émetteurs canadiens de l'échantillon visé par notre étude, une seule a reçu l'approbation de la majorité des actionnaires : la proposition présentée à Waste Connections, Inc. visant l'adoption d'une politique sur la diversité au sein du conseil (dont nous discutons également au chapitre 6, La diversité de genre en 2019 - un état des lieux). L'appui des actionnaires pour les autres propositions d'actionnaires n'ayant pas obtenu l'approbation de la majorité s'est élevé à un niveau correspondant à la moyenne quinquennale de 12 %.

Notre point de vue : possibilité de modification des règles d'acceptabilité des propositions aux États-Unis

Comme nous l'avons mentionné dans plusieurs de nos derniers Rapports sur la gouvernance, dont le *Rapport de Davies sur la gouvernance 2018*¹⁶⁹, les actionnaires de sociétés canadiennes et américaines ont depuis longtemps la possibilité de se prévaloir d'un régime de propositions d'actionnaires pour soulever leurs préoccupations au sujet des sociétés dans lesquelles ils investissent. Les propositions peuvent être un outil efficace, non seulement pour soulever des propositions ou des questions au moment d'une assemblée des actionnaires, mais aussi pour favoriser les échanges entre les sociétés et les investisseurs sur des sujets potentiellement importants. Bien souvent, la proposition est retirée par l'actionnaire l'ayant présentée et jamais soumise à l'assemblée des actionnaires lorsqu'il y a un dialogue constructif entre l'émetteur et l'actionnaire. Au Canada, il ne semble pas y avoir de projet ou de volonté de rendre le régime de propositions plus exigeant pour les actionnaires, le régime étant considéré comme un élément de démocratisation fondamental de l'actionariat. Et même s'il est possible que le régime de propositions d'actionnaires américain subisse à l'avenir des modifications pouvant rendre son utilisation plus exigeante pour certains actionnaires, les conseils d'administration doivent être conscients que l'activisme et la participation des investisseurs, y compris les investisseurs institutionnels ayant été plus passifs par le passé, sont maintenant relativement courants. Par conséquent, il importe que les conseils et la haute direction des sociétés soient prêts à dialoguer avec leurs investisseurs, soient à l'écoute de ceux-ci et soient sensibles à leurs demandes ou exigences raisonnables.

Notes

Chapitre 7 – Propositions d'actionnaires aux États-Unis et au Canada

- 157 Securities and Exchange Commission des États-Unis, « Announcement Regarding Rule 14a-8 No-Action Requests » (6 septembre 2019), en ligne au <https://www.sec.gov/corpfin/announcement/announcement-rule-14a-8-no-action-requests> (en anglais). Le personnel de la SEC a également annoncé que s'il décide de ne pas se prononcer sur une demande particulière, il ne prend pas position sur le bien-fondé des arguments avancés et les parties ne devraient pas interpréter sa décision de ne pas se prononcer comme une indication que la proposition doit être incluse dans la circulaire de sollicitation de procurations de la direction. Il est possible qu'un émetteur ait un motif valable pour exclure la proposition conformément à la règle 14a-8. Dans un tel cas, les parties peuvent s'adresser au tribunal pour obtenir une décision au fond officielle et contraignante.
- 158 *Securities Exchange Act of 1934*, règle 14a-8(i)(12).
- 159 Voir CII Research and Education Fund, *Clearing the Bar: Shareholder Proposals and Resubmission Thresholds* (novembre 2018), en ligne au https://docs.wixstatic.com/ugd/72d47f_092014c240614a1b9454629039d1c649.pdf (en anglais).
- 160 Les nouveaux seuils proposés sont fondés sur une règle qu'avait proposée la SEC en 1997 en vue de relever les seuils, mais que la SEC n'a jamais adoptée. Voir la publication de la SEC à ce sujet : Release No. 34-39093 (18 septembre 1997) (62 Fed. Reg. 50682), en ligne au <https://www.sec.gov/rules/proposed/34-39093.htm> (en anglais). La SEC n'a pas adopté cette proposition, de nombreux commentateurs s'étant dits inquiets que la hausse des seuils ait pour effet d'exclure trop de propositions, particulièrement celles portant sur des questions d'ordre social, qui ont tendance à recueillir moins de votes favorables de la part des actionnaires. Voir la publication de la SEC à ce sujet : Release No. 34-40018, 63 Fed. Reg. 29 (21 mai 1998), en ligne au <https://www.sec.gov/rules/final/34-40018.htm> (en anglais).
- 161 Chambre des représentants des États-Unis, comité des services financiers, rapport du comité : *To Require the Securities and Exchange Commission To Adjust Certain Resubmission Thresholds For Shareholder Proposals*, H.R. Rep. No. 115-904 (24 août 2018), en ligne au <https://www.govtrack.us/congress/bills/115/hr5756/text> (en anglais).
- 162 *Supra* note 159, p 4.
- 163 *Supra* note 161.
- 164 Jay Clayton, *SEC Rulemaking Over the Past Year, the Road Ahead and Challenges Posed by Brexit, LIBOR Transition and Cybersecurity Risks* (6 décembre 2018), en ligne au <https://www.sec.gov/news/speech/speech-clayton-120618> (en anglais).
- 165 *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (« LCSA »), LRC 1985, c C-44, art 137(1.1) et *Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral* (2001) (« Règlement relatif à la LCSA »), DORS/2001-512, art 46.
- 166 LCSA, art 137(4).
- 167 LCSA, art 137(5)(d).
- 168 LCSA, art 137(5)(d); Règlement relatif à la LCSA, art 51.
- 169 Davies, en ligne au <https://www.dwpv.com/fr/Insights#/article/Publications/2018/Governance-Insights-2018>.