

RECOMMANDATIONS DU GROUPE DE TRAVAIL SUR LA MODERNISATION RELATIVE AUX MARCHÉS FINANCIERS – SYSTÈME DE PROCURATION, GOUVERNANCE D’ENTREPRISE ET FUSIONS ET ACQUISITIONS

Publié le 10 mars, 2021

Catégories: [Perspectives](#), [Publications](#)

En juillet 2020, le Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers (le « **Groupe de travail** ») a publié un rapport de consultation (le « **rapport de consultation** ») pour recueillir les commentaires d’intervenants sur des propositions visant à moderniser les marchés financiers de l’Ontario. En janvier 2021, au terme d’une vaste consultation et de la lecture de plus de 130 lettres de commentaires, le Groupe de travail a publié un rapport final (le « **rapport final** ») dans lequel il soumet plus de 70 recommandations au ministre des Finances ontarien.

Les recommandations de la section 2.4 du rapport final, intitulée « Système de procuration, gouvernance d’entreprise et fusions et acquisitions » (la « **section 2.4** »), visent à accroître la surveillance réglementaire des sociétés de conseil mandataires (aussi connues sous le nom d’agences de conseil en vote), à rendre la structure de propriété et de vote des sociétés ouvertes plus transparente, à limiter le vote vide et le survote et à rehausser les obligations de divulgation pour les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (« **ESG** »). Le présent bulletin offre un survol et une analyse des recommandations de la section 2.4 du rapport final.

Il est important de mentionner que la plupart de ces recommandations devront être adoptées par chacune des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « **ACVM** ») pour que le système réglementaire conserve toute son efficacité. Par conséquent, même si le gouvernement ontarien souscrit aux recommandations, il restera énormément de travail à faire avec les ACVM.

Recommandation 38

Introduire un cadre de réglementation des sociétés de conseil mandataires pour : a) accorder aux émetteurs le droit de « réfuter » les rapports des sociétés de conseil mandataires, et b) interdire aux sociétés de conseil mandataires de fournir des services de consultation aux émetteurs de titres pour

lesquels elles donnent aussi des recommandations de vote aux clients

Le Groupe de travail recommande de mettre en place d'ici le 1^{er} septembre 2022 un cadre réglementaire qui accorderait aux émetteurs le droit de réfuter des recommandations formulées par une société de conseil mandataire selon lesquelles il faudrait voter contre les propositions de la direction. Cette réfutation devrait alors figurer dans le rapport de la société de conseil mandataire en question, sans frais pour l'émetteur. Afin d'accorder suffisamment de temps pour l'inscription de la réfutation au rapport, le Groupe de travail propose que les émetteurs souhaitant se prévaloir de ce droit soient tenus de déposer leur circulaire d'information de la direction au moins 30 jours avant l'assemblée des actionnaires. Le cadre réglementaire proposé empêcherait également les sociétés de conseil mandataires de fournir des services de consultation aux émetteurs au sujet desquels ils formulent des recommandations de vote.

Nous comprenons que cette recommandation se veut une réponse aux inquiétudes soulevées par des émetteurs canadiens et qu'elle vise à éviter que des inexactitudes se glissent dans les rapports des sociétés de conseil mandataires et à prévenir des situations de conflit d'intérêts. Ces intentions sont louables. Nous estimons toutefois que la recommandation est trop restrictive et qu'il serait difficile de la mettre en application, puisque tous les coûts associés à une réfutation devraient être assumés par la société de conseil mandataire et qu'il ne pourrait plus du tout y avoir de conflit, ce qui ferait perdre énormément de clients aux sociétés de conseil mandataires.

De plus, un droit de réfutation d'origine législative ferait échec aux efforts d'harmonisation en distinguant le régime de procurations de l'Ontario de ceux des autres provinces et territoires. L'Autorité européenne des marchés financiers et la Commission européenne ont toutes deux envisagé d'adopter un tel droit pour finalement s'en tenir à des lignes directrices non obligatoires. Les ACVM ont quant à elles déjà publié des lignes directrices similaires assurant la cohérence avec les normes internationales. Par ailleurs, aux États-Unis, les modifications apportées par la Securities and Exchange Commission (la « **SEC** ») à sa réglementation sur les procurations en 2020 pour régir certaines activités des sociétés de conseil mandataires ne sont pas aussi restrictives que la recommandation du Groupe de travail. Pour qu'elle soit dispensée des obligations d'information et de dépôt relatives aux procurations, les nouvelles règles de la SEC exigent d'une entreprise qui fournit des conseils en vote par procuration qu'elle adopte et publie des politiques faisant en sorte que (i) les émetteurs visés par les conseils puissent en prendre connaissance avant qu'ils soient transmis aux clients de l'entreprise ou au même moment, et que (ii) l'entreprise mette à la disposition de ses clients un moyen pour consulter les réponses des émetteurs aux conseils avant l'assemblée des actionnaires visée. Avec cette approche, la SEC veut s'assurer que les clients des

sociétés de conseil mandataires aient accès en temps opportun à des renseignements complets et exacts tout en apaisant les inquiétudes qui découlent du fait que les émetteurs ont accès aux conseils avant les clients.

Là où la SEC exige que des politiques soient adoptées pour gérer les conflits d'intérêts, la recommandation formulée dans le rapport final empêche carrément ces conflits d'exister en interdisant aux sociétés de conseil mandataires de fournir des conseils aux émetteurs qui font l'objet de leurs recommandations de vote.

Même si l'intention est bonne, nous pensons que le ministre des Finances et les ACVM devraient opter pour une solution moins restrictive pour répondre aux inquiétudes que soulèvent les activités des sociétés de conseil mandataires. Il est peu probable que la recommandation soit adoptée telle quelle.

Recommandation 39

Faire passer de 10 % à 5 % le seuil de propriété à déclaration obligatoire pour les investisseurs non passifs

Dans le rapport de consultation, on proposait que le nouveau seuil s'applique à tous les investisseurs. Dans le rapport final, on propose de l'appliquer aux investisseurs non passifs seulement afin de favoriser la transparence, puisque les actionnaires qui atteignent le seuil de 5 % peuvent avoir une influence sur le contrôle en demandant la tenue d'une assemblée.

Nous croyons qu'il était judicieux de restreindre la portée de cette règle, mais que la recommandation passe outre aux problèmes de liquidités qu'elle pourrait entraîner. Les ACVM ont rejeté cette même proposition en 2013 par peur qu'il y ait des répercussions négatives sur les liquidités dans les segments du marché qui en ont le plus besoin.

Un seuil de 5 % risque de dissuader les investisseurs d'investir dans de petits émetteurs, lesquels forment une part importante du marché canadien. Chez ces émetteurs à faible capitalisation boursière, un petit investissement pourrait suffire à déclencher l'obligation de déclaration. Pour y échapper, les investisseurs pourraient limiter leurs investissements à moins de 5 %, réduisant ainsi l'accès au capital pour les petits et moyens émetteurs. Cela pourrait avoir un effet négatif sur les liquidités et la croissance dans les marchés financiers du Canada, même si le nouveau seuil ne s'appliquait pas à certaines institutions admissibles. Les ACVM devront donc répondre à ces préoccupations que soulèvent nombre de parties prenantes.

Recommandation 40

Exiger que tous les émetteurs cotés à la bourse tiennent un vote consultatif annuel des actionnaires sur la stratégie du conseil à l'égard de la rémunération des cadres supérieurs

Le Groupe de travail recommande l'adoption de votes annuels obligatoires, mais non contraignants, des actionnaires des sociétés ouvertes sur la rémunération. Notons que la recommandation du rapport de consultation visait les émetteurs inscrits à la TSX. Cette recommandation cadre bien avec l'exigence de vote consultatif sur la rémunération imposée aux sociétés constituées en vertu de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (« **LCSA** »), et elle s'approche de ce qui est exigé ailleurs, notamment aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Australie, en France et aux Pays-Bas. Cette nouvelle exigence favoriserait la participation des actionnaires.

Recommandation 41

Exiger une divulgation plus complète de l'information importante sur le plan des facteurs ESG, y compris de l'information prospective, de la part des émetteurs publics

Le rapport de consultation proposait de rehausser l'obligation d'information relative aux facteurs ESG uniquement pour les émetteurs inscrits à la cote de la TSX. Dans le rapport final, la recommandation vise tous les émetteurs assujettis, à l'exception des fonds d'investissement.

Le Groupe de travail recommande de rendre obligatoire la divulgation de l'information importante sur les facteurs ESG au sens des recommandations du Groupe de travail sur l'information financière relative aux changements climatiques (le « **GIFCC** ») du Conseil de stabilité financière, d'appliquer le principe « se conformer ou s'expliquer » et de mettre en œuvre la nouvelle règle progressivement. La phase de transition durerait entre deux et cinq ans en fonction de la capitalisation boursière de l'émetteur visé au moment de l'adoption de la nouvelle exigence.

Il existe plusieurs cadres pour la divulgation de l'information environnementale, sociale et de gouvernance, et les recommandations du GIFCC, bien qu'elles aient été rédigées en tenant compte avant tout des risques liés au climat, forment un cadre convenable pour l'ensemble des facteurs ESG. Un cadre inspiré des recommandations du GIFCC offrirait de plus aux émetteurs la souplesse d'ajouter à leur divulgation les exigences d'autres normes sectorielles, comme celles du Sustainability Accounting Standards Board et de la Global Reporting Initiative, que beaucoup d'émetteurs canadiens utilisent. L'utilisation de la capitalisation boursière comme critère pour une mise en œuvre progressive est une solution ingénieuse pour répondre aux préoccupations soulevées dans certains commentaires quant au fardeau que l'obligation rehaussée imposerait aux émetteurs émergents.

La divulgation de l'information relative aux facteurs ESG est devenue une priorité mondiale, et le cadre du GIFCC jouit d'une reconnaissance internationale. Nous croyons que la mise en œuvre de cette recommandation cadrerait bien avec l'approche employée ailleurs et nous appuyons le cadre proposé par le Groupe de travail.

Recommandation 42

Exiger l'utilisation de bulletins de vote par procuration universels pour toutes les assemblées contestées et rendre obligatoire la divulgation du vote de chaque partie en cas de différend lors d'une assemblée où des bulletins de vote universels sont utilisés

Dans son rapport de consultation, le Groupe de travail avait suggéré d'utiliser des bulletins de vote par procuration universels pour les assemblées contestées lors desquelles une partie choisit d'utiliser un bulletin universel. Le rapport final recommande plutôt leur utilisation pour toutes les assemblées contestées, et ce, à compter du 1^{er} septembre 2022. Cette mesure donnerait aux actionnaires qui votent par procuration une plus grande marge de manœuvre pour voter pour une combinaison de candidats au poste d'administrateur. La recommandation du Groupe de travail nécessiterait que des exigences connexes soient ajoutées aux lois sur les sociétés et sur les valeurs mobilières pour faciliter l'utilisation de procurations universelles (exigences relatives à la forme, aux avis et à la sollicitation, notamment). Ces exigences ressemblent à des propositions de la SEC.

Recommandation 43

Modifier la Loi sur les valeurs mobilières pour y ajouter des exigences et des directives sur le rôle des administrateurs indépendants lors des transactions donnant lieu à un conflit d'intérêts

Le rapport de consultation proposait la codification des pratiques exemplaires des comités indépendants d'administrateurs décrites dans l'Avis multilatéral 61-302 du personnel des ACVM, *Examen du personnel et commentaires sur le Règlement 61-101* et dans certaines décisions de la CVMO. Le rapport final recommande en outre de prescrire la formation de comités indépendants pour superviser les opérations pouvant donner lieu à un conflit d'intérêts important.

À notre avis, cette exigence est excessive puisque, dans certaines circonstances, il n'est pas nécessaire de faire intervenir un comité indépendant. Un tel comité ne serait par exemple vraisemblablement pas nécessaire dans une situation où le conseil d'administration est composé uniquement d'administrateurs indépendants. La marche à suivre dépend de chaque opération et la formation, les procédures et l'intervention d'un comité indépendant varient en fonction des faits en cause. La recommandation du Groupe de travail est susceptible d'alourdir le fardeau réglementaire

dans des situations où l'intervention d'un comité indépendant n'est pas nécessaire.

Recommandation 44

Offrir à la CVMO un plus large éventail de recours en matière de fusions et d'acquisitions (F et A) et moderniser l'exemption relative aux offres d'achat déposées par les émetteurs privés

Le Groupe de travail recommande dans son rapport final que de nouveaux pouvoirs soient accordés à la CVMO pour faciliter ses interventions d'intérêt public. La CVMO aurait à sa disposition des moyens similaires à ceux dont dispose la British Columbia Securities Commission (la « **BCSC** »), dont les pouvoirs ont récemment été élargis. La BCSC a notamment maintenant le pouvoir d'annuler une opération, d'exiger qu'une personne se départisse des titres acquis dans le cadre d'une opération de fusion-acquisition et d'interdire à une personne d'exercer les droits de vote liés à un titre. La mise en œuvre de cette recommandation contribuerait à éviter une fragmentation de la réglementation au pays. Nous craignons que l'élargissement des pouvoirs de la CVMO entraîne une utilisation accrue de son pouvoir de protection de l'intérêt public, lequel devrait être employé avec parcimonie, mais nous reconnaissons néanmoins que ces nouveaux pouvoirs seront parfois indispensables pour mettre fin à des comportements abusifs.

Le Groupe de travail a souligné que la CVMO devrait apporter certaines précisions, notamment quant aux circonstances dans lesquelles il serait approprié d'invoquer ces pouvoirs et à la façon d'aborder les chevauchements entre les lois sur les valeurs mobilières, les lois sur les sociétés et les pouvoirs des tribunaux. Nous ne sommes pas convaincus que des lignes directrices sur l'exercice de ces pouvoirs suffiraient, puisque la CVMO ne serait pas tenue de les suivre. Notons également que les tribunaux et les autorités en valeurs mobilières ont déjà rendu des décisions quant au chevauchement de leurs pouvoirs. Dans ce contexte, l'ajout de lignes directrices non contraignantes semble inutile.

Par ailleurs, la recommandation visant à faire passer de 50 à 300 le nombre maximal de porteurs de titres sans lien de dépendance pour l'exemption relative aux offres d'achat déposées par un émetteur privé ne figurait pas dans le rapport de consultation. Il conviendrait de demander aux parties prenantes d'indiquer aux ACVM si ce nombre leur paraît convenable.

Recommandation 45

Interdire le vote avec des actions empruntées et introduire des règles pour prévenir l'exercice excessif du droit de vote

Dans le rapport final, le Groupe de travail recommande d'exiger : (i) qu'un intermédiaire confirme

que la documentation relative à l'admissibilité au vote a été soumise au compilateur de l'assemblée avant de soumettre des votes par procuration; (ii) qu'un intermédiaire qui détient des titres au nom d'un autre intermédiaire fournisse cette documentation au compilateur pour établir le droit de vote de son client; (iii) que l'émetteur assujetti et tout intermédiaire qui soumet des votes par procuration soit avisés si ces votes sont rejetés au motif que les droits de vote sont insuffisants; (iv) qu'un émetteur assujetti fournisse à son compilateur la procuration générale de DTC au moins 10 jours avant l'assemblée.

Ces recommandations sont essentiellement les mêmes que celles qui sont formulées dans le rapport de consultation. Dans le rapport final, le Groupe de travail recommande en outre que la CVMQ mette sur pied un comité technique afin de régler les questions techniques liées à la mise en application des règles proposées.

Recommandation 46

Permettre aux émetteurs assujettis d'obtenir des données sur la propriété bénéficiaire

Le Groupe de travail recommande qu'à compter du 1^{er} septembre 2022, les émetteurs assujettis puissent obtenir l'identité et la participation de tous les propriétaires bénéficiaires de leurs titres. Cela aurait pour effet d'éliminer la distinction entre propriétaires bénéficiaires non opposés (« **PBNO** ») et propriétaires bénéficiaires opposants (« **PBO** »). Le Groupe de travail recommande qu'en attendant la mise en œuvre de ces changements, la *Loi sur les valeurs mobilières* soit modifiée de manière à ce que les propriétaires bénéficiaires soient considérés comme des PBNO, à moins qu'ils choisissent d'être des PBO.

Étant donné que la distinction entre PBNO et PBO demeure en vigueur aux États-Unis, son élimination au Canada irait à l'encontre des efforts d'harmonisation et empêcherait les émetteurs assujettis d'avoir accès aux renseignements sur leurs PBO américains. L'élimination de la distinction pourrait aussi rendre nos marchés financiers moins attrayants pour les investisseurs par rapport aux marchés américains. La distinction est importante pour les propriétaires bénéficiaires qui utilisent le système pour des raisons de confidentialité, comme les investisseurs qui veulent éviter les communications non sollicitées des émetteurs et des agents, ou éviter de révéler les tendances de leurs activités boursières. Nous sommes inquiets des conséquences négatives éventuelles de l'élimination de la distinction sur la liquidité de nos marchés boursiers.

Recommandation 47

Exiger une divulgation granulaire normalisée des dons de titres et des exercices d'options

Cette recommandation est une nouveauté du rapport final et ne figurait pas dans le rapport de consultation. Le Groupe de travail recommande que la déclaration de la rémunération fondée sur les titres de placement, des attributions de titres et d'options, ainsi que la valeur de la rémunération reçue par l'exercice d'options soit obligatoire dans le formulaire 51-102F6.

Le Groupe de travail a recommandé que la CVMO et l'ACVM mènent une consultation sur certains changements proposés, dont l'obligation de déclarer la valeur acquise ou réalisée des options ou attributions à base d'actions précédemment accordées. Même si cette recommandation permettrait d'améliorer la transparence, il y a lieu de se demander si une plus grande divulgation de la rémunération permettra d'améliorer la concurrence salariale. Malgré cela, nous soulignons que la recommandation s'harmonise avec les obligations de divulgation normalisées similaires auxquelles sont tenus les dirigeants et administrateurs par le règlement S-K - *Executive Compensation* de la SEC, qui prévoit la déclaration des sommes réalisées sur la rémunération à base de titres durant le plus récent exercice.

Recommandation 48

Enchâsser les exigences relatives à l'élection annuelle des administrateurs et au vote sur les administrateurs individuels dans la Loi sur les valeurs mobilières et adopter le vote majoritaire lors des élections des administrateurs non contestées

Il s'agit d'une autre nouvelle recommandation qui n'était pas initialement proposée dans le rapport de consultation. Le Groupe de travail recommande l'intégration des règles sur l'élection annuelle des administrateurs, le vote sur les administrateurs individuels et le vote à la majorité à la *Loi sur les valeurs mobilières*, car ces règles n'existent actuellement que dans les règlements des bourses (ainsi que dans des modifications à la LCSA qui n'ont pas encore été mis en œuvre). En ce qui concerne la recommandation sur le vote à la majorité, le Groupe de travail recommande : (i) d'accorder une période de transition pour le recrutement d'un administrateur remplaçant lorsqu'un administrateur n'obtient pas la majorité des voix lors d'une élection non contestée; (ii) de permettre une exemption pour les émetteurs qui sont tenus à des obligations essentiellement similaires par des règles du droit des sociétés; (iii) de permettre aux émetteurs de demander une dispense à la CVMO dans des circonstances exceptionnelles.

La recommandation n'indique toutefois pas ce qui constitue des circonstances exceptionnelles, ni les facteurs devant être pris en compte par la CVMO. On ne sait pas si la recommandation prévoit un moyen pour les émetteurs de refuser d'accepter la démission d'un administrateur. De plus, le mandat d'évaluation des demandes de dispenses serait un fardeau supplémentaire pour la CVMO.

Pour en savoir plus sur le rapport final, veuillez consulter notre série de bulletins [ici](#).

par [Paul Davis](#), [Paul Collins](#), [Sandra Zhao](#), [Kelly Kan](#) et [Geneva Ricks](#) (stagiaire)

Mise en garde

Le contenu du présent document ne fournit qu'un aperçu du sujet et ne saurait en aucun cas être interprété comme des conseils juridiques. Le lecteur ne doit pas se fonder uniquement sur ce document pour prendre une décision, mais devrait plutôt consulter ses propres conseillers juridiques.

© McMillan S.E.N.C.R.L., s.r.l. 2021