



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

Le rôle préoccupant des agences de conseil en vote (« proxy advisors »): Quelques recommandations de politiques

7^{ième} Prise de position

Préparé par Yvan Allaire, Ph. D., FRSC
Président exécutif de l'IGOPP

Adopté par le conseil d'administration

2013



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

1000, rue de la Gauchetière Ouest, bureau 1410, Montréal (Québec) H3B 4W5

Téléphone 514.439.9301 | **Télécopieur** 514.439.9305 | **Courriel** info@igopp.org | **www.igopp.org**

Dépôt légal – Mars 2013
Bibliothèque et Archives nationales du Québec
ISBN 978-2-924055-12-0 (version imprimée)
ISBN 978-2-924055-11-3 (version électronique)

Le rôle préoccupant des agences de conseil en vote (« proxy advisors ») : Quelques recommandations de politiques

Imprimé au Canada
Design par Karine Bellerive
Droits d'auteur © Yvan Allaire / 2013

Ce document est disponible gratuitement sur le site www.igopp.org
La reproduction d'extraits est autorisée à des fins non commerciales avec mention de la source.
Toute reproduction partielle doit être fidèle au texte utilisé.



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

Le rôle préoccupant des agences de conseil en vote (« proxy advisors »): Quelques recommandations de politiques

7^{ième} Prise de position

Préparé par Yvan Allaire, Ph. D., FRSC
Président exécutif de l'IGOPP

Adopté par le conseil d'administration

2013

Table des matières

Message du président du conseil d'administration	5
Sommaire exécutif	6
Introduction	11
L'influence des agences de conseil en vote (« proxy advisors »)	14
Leur modèle d'affaires	23
Leur structure de propriété	24
Leur implication dans des fusions et des acquisitions et dans d'autres opérations controversées	28
Conclusion	32
Liste des recommandations	36
Bibliographie et références	39
À propos de l'IGOPP	43
Membres du conseil d'administration de l'IGOPP	44
Liste des prises de position de l'IGOPP	45

Message du président du conseil d'administration

Pour la septième fois depuis sa création, notre Institut adopte une position formelle sur un important enjeu de gouvernance. Cette fois-ci, nous formulons une série de recommandations sur le rôle des conseillers en vote et leur influence sur la gouvernance des sociétés cotées en bourse.

Ces conseillers jouent un rôle de plus en plus important de par leurs recommandations aux investisseurs institutionnels quant à la façon de voter à l'égard de divers enjeux soumis au vote des actionnaires lors des assemblées annuelles. Les critiques formulées par les dirigeants d'entreprises et les membres des conseils d'administration à l'égard de ces conseillers sont nombreuses et cinglantes. Notre prise de position examine la situation et propose une série de recommandations pertinentes.

Je remercie les membres du conseil pour leur importante contribution au contenu de ce document de politique. Le conseil a approuvé cette proposition de politiques en janvier 2013¹.

Nous espérons que nos analyses et recommandations apporteront une contribution utile à la résolution de cet enjeu de gouvernance devenu singulièrement important.



YVAN ALLAIRE, PH. D. (MIT), MSRC
Président exécutif du conseil

¹ M. Louis Morisset de l'Autorité des marchés financiers s'est abstenu, conformément à la politique de son organisme.

Sommaire exécutif

L'évolution du contexte économique a créé une occasion d'affaires. À mesure que les investisseurs institutionnels et les gestionnaires de fonds en venaient à détenir collectivement une proportion largement majoritaire de toutes les actions en circulation, leur obligation fiduciaire d'exercer les droits de vote représentés par leurs procurations, créait un problème logistique.

Les conseillers en vote, des entreprises spécialisées dans l'analyse de l'information et la production de recommandations de vote pour leurs clients, soit des investisseurs institutionnels et des gestionnaires de fonds de toutes sortes, en sont venus à occuper ce créneau de marché.

Les conséquences ont été quelque peu inattendues. Les conseillers en vote se trouvent aujourd'hui dans une position forte d'où ils peuvent faire la leçon aux dirigeants d'entreprises et aux conseils d'administration sur tous les aspects de la gouvernance et de la rémunération; n'étant ni investisseurs ni conseillers en placement, ils profitent d'une licence pour « formuler des recommandations » aux investisseurs quant à la manière de s'acquitter de leur responsabilité fiduciaire en tant qu'actionnaires.

Leur influence s'est accrue en dépit de critiques répétées de leur performance, parce que les investisseurs semblent trouver ces « conseillers » utiles, dans la mesure où ils allègent la tâche ardue pour les investisseurs de mener les analyses et évaluations nécessaires pour exercer leur droit de vote de façon responsable. En l'absence de réglementation, d'encadrement et de supervision, leur modèle d'affaires est tel qu'il leur est pour ainsi dire impossible de traiter avec attention et réactivité le volume considérable de rapports qu'ils doivent produire dans un très court laps de temps. Dans le cas d'ISS, l'agence est aussi vulnérable aux conflits d'intérêts.

Leur rôle dans la définition de ce qui constitue une bonne gouvernance, un conseil d'administration efficace et une rémunération équitable pour les dirigeants leur donne une influence démesurée et malsaine sur le fonctionnement des sociétés cotées en bourse.

Les nombreuses critiques de ces conseillers en vote ont incité les autorités en valeurs mobilières aux États Unis, au Canada et en France à mettre en place une démarche de consultation pour déterminer si elles devaient agir et, le cas échéant, de quelle façon elles devraient le faire.

La liste des problèmes associés aux conseillers en vote est longue :

- Manque de transparence quant au processus par lequel ils arrivent à formuler leurs recommandations.
- Inexactitudes dans leurs analyses et incapacité à répondre aux demandes de corrections formulées par les sociétés.
- Possibilités de conflits d'intérêts, en particulier chez ISS, lorsqu'ils offrent des services à des sociétés qui font également l'objet de leurs recommandations en matière de vote par procuration.
- Des critiques plus subtiles se concentrent sur leur définition de la « bonne » gouvernance et le manque d'appuis empiriques (ou du moins leur faiblesse) démontrant que leur genre de gouvernance a une influence quelconque sur le rendement des sociétés.

- Les conseillers en vote ont un intérêt évident à faire monter la barre de la « bonne » gouvernance d'année en année, pour justifier la poursuite de leur travail.
- L'influence des conseillers en vote sur la gouvernance fait en sorte que certains conseils d'administration, manifeste une préoccupation excessive avec le fait d'obtenir une opinion favorable de ces conseillers. Cela les mène à s'assurer que leurs politiques de gouvernance et de rémunération des dirigeants ne déclencheront pas une évaluation négative quand elles seront soumises aux algorithmes standardisés des conseillers en vote.
- Leur modèle de gestion est problématique. Puisque leurs clients, les investisseurs institutionnels, détiennent collectivement des actions dans toutes les sociétés cotées en bourse, les conseillers en vote doivent fournir des « conseils » pour toutes ces sociétés. Au Canada, près de 1 570 sociétés sont inscrites à la cote de la TSX et 2 200 de plus sont inscrites à la Bourse de croissance TSV. L'exercice d'environ 84 % des sociétés inscrites à la cote de la TSX se termine le 31 décembre. Pour près de 80 % des sociétés inscrites à la cote de la TSX, il y a moins de 50 jours entre la date où les actionnaires reçoivent la circulaire d'information de la direction et la date de tombée pour les votes par procuration. (IGOPP, 2012) Ces mêmes statistiques créent un problème fondamental pour ces fournisseurs de services et soulèvent des questions essentielles à propos de leur modèle d'affaires. Comment sont-ils capables de gérer toute cette masse d'information et de formuler des recommandations réfléchies et équitables sur des milliers de sociétés en quelques semaines au printemps de chaque année ?
- Le rôle que jouent aujourd'hui ces conseillers en vote dans tous les cas de fusions, d'acquisitions, de courses aux procurations et d'autres enjeux controversés est encore plus surprenant et intrigant. Les conseillers en vote donnent leur opinion sur presque tous les enjeux contentieux ou litigieux. Comme ces enjeux sont souvent soulevés en conséquence des actions de certains fonds spéculatifs activistes, l'opinion favorable d'un conseiller en vote, et d'ISS en particulier, constitue un atout hautement convoité dans l'argumentation des fonds activistes. Le risque que des conflits d'intérêts surviennent est décuplé lors de confrontations de ce type qui mettent en jeu d'importantes sommes d'argent.

Le présent document formule des recommandations aux investisseurs institutionnels en tant que principaux clients des conseillers en vote, et aux autorités en valeurs mobilières en tant que protecteurs de l'intégrité des marchés financiers.

RESPONSABILITÉ DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

La responsabilité pour cet état de choses incombe de façon singulière aux grands investisseurs institutionnels. Ces derniers ont la responsabilité fiduciaire d'exercer les droits de vote représentés par les procurations dans l'intérêt de leurs actionnaires, une responsabilité qu'ils ne peuvent sous-traiter à des conseillers en vote. La plupart des grands investisseurs institutionnels affirment catégoriquement qu'ils ne sous-traitent pas cette responsabilité et qu'ils utilisent plutôt les services des conseillers en vote pour la cueillette d'information et la formulation d'opinions.

Mais même pour ce rôle limité, les grands investisseurs institutionnels, en tant que clients des services de conseil en vote, devraient demander qu'on leur fournisse une information satisfaisante sur leur modèle d'affaires: employés à temps plein et employés à temps partiel, localisation géographique des employés, proportion du travail accompli dans des pays étrangers, formation et compétence du personnel, méthode utilisée par les conseillers pour formuler des opinions/recommandations sur des milliers de propositions dans un délai très court.

En tant que clients de ces conseillers, ils devraient demander des rapports explicites sur les conflits d'intérêts, chaque fois que ces conseillers interviennent dans des opérations de fusion ou d'acquisition, des courses aux procurations ou d'autres contextes litigieux. Ils devraient exiger que les conseillers en vote dévoilent, en même temps que leurs recommandations, s'ils sont actuellement engagés ou s'ils ont été engagés dans un passé récent par l'un des participants à l'opération de fusion et d'acquisition ou à la course aux procurations visée, ou si l'une des parties intéressées est abonnée aux services de l'agence de conseil en vote, de même que le total des honoraires versés par les parties intéressées à l'agence de conseil en vote.

Finalement, les investisseurs institutionnels devraient exprimer leur désaccord avec certaines règles et mesures de gouvernance utilisées par les conseillers en vote. Ils devraient en tout cas faire clairement savoir qu'ils ne considèrent pas que les mesures utilisées pour évaluer la rémunération des dirigeants d'ISS sont appropriées, et qu'ils n'accorderont aucun poids à des recommandations de vote basées sur de tels paramètres.

Les investisseurs institutionnels canadiens devraient s'objecter vigoureusement à ce qu'ISS base certaines de ses « directives » sur des études mal conçues réalisées en contexte américain.

AUTORITÉS DE RÉGLEMENTATION CANADIENNES

Le document de consultation produit par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières présente un excellent résumé des enjeux et propose d'éventuelles solutions. Nous demandons avec instance aux autorités de réglementation canadiennes d'étudier les recommandations formulées dans le présent document d'orientation avant d'établir leur stratégie pour la supervision adéquate des conseillers en vote.

La cohabitation de deux unités d'affaires au sein d'une même société, l'une conseillant des investisseurs institutionnels sur la façon de voter à l'égard de questions d'une importance capitale pour des sociétés et l'autre conseillant des sociétés sur la façon de se conformer aux normes de « bonne » gouvernance fixées par des conseillers en vote, ne peut être effectivement que source de problèmes. Les autorités de réglementation canadiennes devraient certainement interdire à ISS d'offrir ses services aux sociétés à propos desquelles elle formule des recommandations de vote par procuration à ses clients institutionnels.

À tout le moins, les autorités de réglementation canadiennes devraient exiger qu'ISS fournisse à sa clientèle institutionnelle, la liste des clients d'ISS Corporate Services, Inc. pour lesquels des recommandations de vote par procuration sont émises par ISS.

De plus, chaque fois que des conseillers en vote interviennent dans des situations de prise de contrôle où ils se trouvent à réellement conseiller leurs clients et les actionnaires en général à propos du caractère approprié du prix offert dans le cadre d'une telle opération, les autorités de réglementation devraient les soumettre au cadre réglementaire qui s'applique aux conseillers financiers et aux spécialistes des services de banque d'affaires qui formulent une « opinion » destinée aux actionnaires sur le caractère souhaitable d'une opération.

Finalement, les autorités de réglementation canadiennes devraient exiger que les conseillers en vote établissent des normes régissant la formation, le savoir faire et l'expérience des analystes produisant leurs rapports.

Tout bien considéré, les activités des conseillers en vote, même si elles semblent répondre à un besoin, soulèvent une foule de problèmes, qui, si on n'y apporte pas une solution vigoureuse et efficace, pourraient engendrer un système de gouvernance mal ajusté et de graves lacunes sur le plan de l'imputabilité.

Introduction

—

Il y eut une époque où les investisseurs individuels détenaient la majorité des parts dans les sociétés cotées en bourse. Certains d'entre eux assistaient à l'assemblée annuelle des actionnaires; d'autres nommaient des dirigeants de la société comme fondés de pouvoir pour qu'ils exercent leurs droits de vote; la plupart ne se donnaient pas la peine de faire l'un ou l'autre. Puis, pendant les années 1990, les fonds institutionnels, les fonds mutuels, les fonds de retraite et des fonds de toutes sortes sont devenus collectivement les actionnaires majoritaires de sociétés par actions.

Les gestionnaires de ces fonds ont la responsabilité fiduciaire de protéger les intérêts de leurs clients. Aux États-Unis, les conseillers en placement assujettis à la loi intitulée *Employee Retirement Income Security Act of 1974* (la « ERISA ») et/ou à la loi intitulée *Investment Advisers Act of 1940* ont l'obligation fiduciaire positive d'exercer les droits de vote rattachés à toutes les actions de leur portefeuille à l'égard de toutes les questions soumises au vote des actionnaires¹.

Mais, au cours des dernières 20 années, la gouvernance des sociétés a pris une importance accrue et s'est ramifiée en des exigences toujours plus nombreuses pour satisfaire aux critères changeant de la « bonne » gouvernance.

À mesure que les investisseurs institutionnels et les gestionnaires de fonds en venaient à détenir collectivement une proportion largement majoritaire de toutes les actions en circulation, l'obligation fiduciaire qui leur est imposée d'exercer les droits de vote représentés par leurs procurations, créait un problème logistique.

Ils étaient appelés à apprécier la conformité d'un grand nombre de sociétés avec une liste toujours croissante de principes et de règles de bonne gouvernance, s'ils voulaient être bien informés avant de voter pour les membres du conseil candidats à une élection, ou voter pour ou contre les nombreuses propositions soumises à un vote par les actionnaires.

¹ Toutefois, « (...) récemment certains commentateurs et certaines autorités de réglementation ont commencé à remettre en question la validité de cette interprétation de l'obligation fiduciaire d'un conseiller en placement ». (Latham et Watkins, mars 2010) Au Canada, les investisseurs institutionnels ont un « devoir », mais non pas une obligation légale, d'exercer les droits de vote rattachés aux actions de leur portefeuille. « Ce devoir exige généralement (mais pas toujours) que l'investisseur institutionnel exerce les droits de vote rattachés à ses actions, soit pour protéger la valeur à long terme de l'investissement, soit pour approuver ou désapprouver une mesure ou un événement susceptible d'avoir un impact à court terme sur l'investissement. » (The Quality of Shareholder Vote in Canada; Davies Ward Phillips & Vineberg S.E.N.C.R.L., s.r.l., 22 octobre 2010) En l'absence de cette interprétation de leur obligation, les gestionnaires de fonds pourraient choisir de voter uniquement si les enjeux sont de taille ou la valeur de leur investissement est en cause.

POURQUOI DES CONSEILLERS EN VOTE ?

Les conseillers en vote semblaient offrir une porte de sortie partielle à ce dilemme.

On prétend parfois que *les fonds d'investissement de plus petite taille* n'ont pas les moyens ni les ressources pour remplir leur obligation fiduciaire d'exercer les droits de vote représentés par leurs procurations. De prime abord, cette affirmation est quelque peu surprenante. Ces fonds détiennent des actions dans une très petite fraction du bassin des sociétés cotées en bourse. Ils ont, ou prétendent avoir, les ressources pour mener le genre d'analyses requises pour appuyer leur décision d'investir dans une société donnée, pour en superviser la performance et afin de décider de conserver l'investissement, ou de vendre les actions. Pourtant, ils n'auraient pas les ressources pour prendre leurs propres décisions sur des enjeux de gouvernance liés à ces mêmes sociétés.

En fait, bon nombre de petites sociétés d'investissement effectuent leurs propres analyses et élaborent par elles-mêmes leurs positions sur toutes les propositions sur lesquelles ils sont appelés à voter.

Les grands fonds institutionnels affirment catégoriquement que les recommandations des conseillers en vote ne constituent qu'un élément de leur processus de décision. Évidemment, cette affirmation implique que ces grands investisseurs institutionnels ont bel et bien les ressources internes nécessaires pour étudier toutes les propositions des dirigeants et des actionnaires avant de prendre leurs propres décisions. Les conseillers en vote ne joueraient donc qu'un rôle de fournisseurs d'information. On peut souhaiter qu'il en soit ainsi, mais les émetteurs et certains observateurs bien informés ne partagent pas cette perception d'un rôle limité des conseillers en vote, comme nous le montrons dans les pages qui suivent.

L'influence des agences de conseil en vote (« proxy advisors »)

—

Institutional Shareholder Services (ISS), Glass Lewis et un certain nombre d'entreprises plus petites ont connu un chiffre d'affaires en explosion au cours des dix dernières années en conseillant les investisseurs sur l'opportunité de voter ou de s'abstenir de voter pour l'un ou pour l'ensemble des membres d'un conseil; elles conseillent aussi leurs clients sur l'opportunité de voter pour ou contre les diverses propositions sur lesquelles les actionnaires doivent se prononcer lors des assemblées annuelles.

« Pour l'instant, le marché est dominé par deux fournisseurs. ISS, filiale de MSCI, société cotée à la Bourse de New York, est de loin le principal fournisseur. En 2009, la dernière année pour laquelle les parts de marché peuvent être facilement obtenues, ISS occupait plus de 61 % du marché du conseil en vote; un autre rapport établit qu'ISS comptait 1700 clients en 2010. Selon une troisième étude, des institutions gérant des actifs combinés totalisant 26 mille milliards de dollars sont abonnées à la recherche produite par ISS. La deuxième plus grande agence de conseil en vote est Glass, Lewis & Co. Glass Lewis, filiale du Conseil du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario (Teachers'), servirait plus de 500 clients institutionnels ayant collectivement des actifs sous gestion de plus de 15 mille milliards de dollars. Un certain nombre d'autres sociétés aux États Unis et en Europe fournissent aussi des services liés aux procurations, mais sur une moindre échelle. » (*Voting Decisions at US Mutual Funds: How Investors Really Use Proxy Advisers*, Robyn Bew et Richard Fields, Tapestry Networks/IRCC, juin 2012)

Il y a un débat modérément intéressant en cours sur l'importance de leur influence réelle sur les résultats des votes. Il est plutôt amusant d'observer des conseillers en vote essayant de rassembler le plus de preuves possible pour « démontrer » qu'ils ont moins d'influence qu'il n'y paraît. Les études empiriques sur le sujet sont partagées, certaines concluant que les conseillers en vote influencent de 20 à 30 % des votes (Brossy, 2011 ; Cai, Garner et Walking, 2009, entre autres), tandis que d'autres estiment qu'il s'agit de 6 à 10 % (Choi, Fisch, Kahan, 2010).

Toutefois, les observateurs du monde des affaires qui ont une expérience concrète du processus constatent le grand nombre de votes par procuration qui sont inscrits immédiatement après que les conseillers en vote ont formulé leurs recommandations. (Voir, entre autres, le mémoire d'IBM en réponse à l'énoncé de concept de la SEC sur le système américain des procurations, 15 octobre 2010)

« Selon un sondage réalisé en 2010 par Towers Watson, 59 % des dirigeants de sociétés croyaient que les conseillers en vote avaient une influence notable sur les décisions portant sur la rémunération des dirigeants dans les sociétés américaines. De la même façon, une étude réalisée en 2010 par le Center on Executive Compensation a trouvé que 54 % des sociétés avaient modifié ou adopté un régime ou une politique de rémunération au cours des trois années précédentes, avant tout pour satisfaire aux normes d'une agence de conseil en vote. » (Larcker, Miller, et Tayan, 2011)

Ce sondage avait été mené avant qu'il devienne obligatoire pour les sociétés cotées en bourse américaines de tenir un vote consultatif des actionnaires sur la rémunération des dirigeants (*say on pay*) en 2011.

Il est plus difficile d'obtenir des données sur le contexte canadien. Toutefois, le cabinet consultant canadien Hugessen, qui travaille en consultation étroite avec bon nombre de conseils d'administration canadiens sur des questions de rémunération des dirigeants, commente :

Les résultats des votes par procuration canadiens sont influencés par les recommandations de vote formulées par des conseillers en vote établis aux États Unis, de la même manière et essentiellement dans la même mesure que le sont les résultats des votes par procuration aux États Unis. Le conseiller en vote ayant le plus d'influence au Canada, à savoir ISS (connue jusqu'à récemment sous le nom de RiskMetrics ou RMG), est une société établie aux États Unis (tout comme la deuxième en importance, Glass Lewis). Toute modification dans le modèle de gestion ou l'exploitation des conseillers en vote découlant de l'examen de la SEC aura certainement un impact sur leur manière de faire affaire au Canada. Pour bien des émetteurs canadiens qui se questionnent sur les conseillers en vote, l'examen de la SEC est un développement positif, qu'ils suivront avec beaucoup d'intérêt. (Exposé de Hugessen Consulting Inc., août 2010)

Le sondage mené par Tapestry Networks pour le compte d'ISS et mentionné ci dessus, affirme :

L'influence des conseillers en vote se mesure aussi par l'influence qu'ils exercent sur les mesures prises par les dirigeants et les conseils d'administration de sociétés cotées en bourse bien avant le début de la période des votes. Dans les mots de deux commentateurs : « Si la majorité des administrateurs croient qu'ISS a du pouvoir — comme le laissent entendre leurs actions — les conseils d'administration pourraient faire ce qu'ils croient qu'ISS veut qu'ils fassent afin de conserver leurs postes, que leur perception soit fondée ou non ». Avant de devenir chancelier de la Court of Chancery du Delaware, Leo Strine en est venu à une conclusion similaire relativement au pouvoir conféré à ISS: « De puissants chefs de la direction viennent à genoux à Rockville, au Maryland, au siège d'ISS, pour persuader les dirigeants d'ISS du bien fondé de leur approche face aux problèmes [visant leur entreprise] ».

De la même façon, un récent sondage réalisé conjointement par la Conference Board, le NASDAQ et l'université Stanford auprès de 110 entreprises a établi que 72 % des répondants passaient en revue les politiques des conseillers en vote ou faisaient appel à un conseiller en vote pour obtenir un avis sur leur régime de rémunération des dirigeants, tandis que 70,4 % déclaraient que leurs régimes étaient influencés par les conseillers en vote ou par les politiques de ceux ci.

Parce que les critiques se faisaient plus nombreux et plus insistants, le rôle et l'influence des conseillers en vote ont fini par attirer l'attention des autorités de réglementation au Canada, aux États Unis, en France et dans l'Union européenne. La SEC et les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont produit d'excellentes analyses aux fins de consultation. (Voir **Securities and Exchange Commission: Concept release on the U.S. proxy system**, juin 2010, et **Autorités canadiennes en valeurs mobilières — Document de consultation 25 401: Perspectives de réglementation des agences de conseil en vote**, 21 juin 2012.)

La SEC a reçu une abondance de commentaires éclairés, d'exemples révélateurs et de recommandations pour des mesures radicales, mais, débordée par l'entrée en vigueur de la Loi Dodd-Frank, elle n'est pas encore passée à l'action. La liste des problèmes soulevés par les conseillers en vote est relativement prévisible :

- Manque de transparence quant au processus par lequel ils arrivent à formuler leurs recommandations.
- Inexactitudes dans leurs analyses et incapacité à répondre aux demandes de corrections formulées par les sociétés.
- Conflits d'intérêts, en particulier chez ISS, lorsqu'ils offrent des services à des sociétés qui font également l'objet de leurs recommandations en matière de vote par procuration.
- Des critiques plus subtiles se concentrent sur leur définition de la « bonne » gouvernance et le manque d'appuis empiriques (ou du moins leur faiblesse) montrant que leur genre de gouvernance a une influence quelconque sur le rendement des sociétés. Par exemple, les conseillers en vote, et ISS en particulier, affirment résolument leur opposition à toute mesure ou à tout arrangement destiné à créer des obstacles à la réussite d'une prise de contrôle inamicale : renouvellement par tranches des conseils d'administration, pilules empoisonnées, majorité qualifiée, et évidemment doubles catégories d'actions².

Or, les études empiriques à l'appui de cette position sont souvent faibles ou inexistantes. Dans un exemple typique, Straska et Waller passent en revue toutes les études relatives aux dispositions anti-prise de contrôle et leur impact sur la richesse des actionnaires dans leur étude intitulée « *Antitakeover Provisions and Shareholder Wealth* », et concluent que l'opposition systématique à ces mesures de la part des conseillers en vote n'est pas appuyée par leurs données. (SSRN, juillet 2012)

Les conseillers en vote vont même rendre publiques des études visant à appuyer leur position. Un exemple récent est fourni par l'étude menée par ISS et l'Investor Responsibility Research Institute (IRCC) intitulée « *Controlled Companies: A Ten-Year Performance and Risk Review* » (octobre 2012). Cette étude américaine est utilisée par ISS pour soutenir son opposition aux doubles catégories d'actions dans ses directives pour le Canada en 2013! Voir Allaire, Y., « *Notes on a flawed study* » (IGOPP, novembre 2012), pour une évaluation critique de cette étude.

² Jusqu'à l'assemblée des actionnaires de mai 2012, la structure du capital de MSCI, société mère d'ISS, était composée de deux catégories d'actions, l'une donnant droit à un vote unique et l'autre, à cinq votes! Il aurait été effectivement embarrassant de conserver cette structure du capital compte tenu de l'opposition farouche d'ISS aux doubles catégories d'actions.

- De plus, ces conseillers en vote ont un intérêt évident à faire monter la barre de la « bonne » gouvernance d'année en année, pour justifier leur utilité. Ils deviennent ainsi *de facto* les générateurs de nouvelles règles de gouvernance et les arbitres de la conformité à ces règles. Pourtant ces nouvelles « règles » ne font pas l'objet d'un processus d'approbation ou de révision serré, ce qui serait obligatoire si elles émanaient d'une autorité de réglementation.
- L'influence des conseillers en vote sur la gouvernance incite certains, ou peut-être de nombreux, conseils d'administration à se préoccuper outre-mesure d'obtenir une opinion favorable de ces conseillers, ce qui les amène à poser des gestes préventifs pour s'assurer que leurs politiques de gouvernance et de rémunération des dirigeants ne déclencheront pas une évaluation négative quand elles seront soumises aux algorithmes standardisés des conseillers en vote. *Par exemple, certaines agences de conseil en vote ont des politiques qui recommandent de voter contre un administrateur lors des élections annuelles au conseil si, au cours de l'année écoulée, cet administrateur a voté en faveur de certaines actions de la société, ce qui amène certains conseils d'administration, avant même d'approuver certaines actions, à poser la question : « Quelles sont les politiques des agences de conseil en vote en la matière ? ».* (Commission de la Bourse de New York sur la gouvernance, 23 septembre 2010)

Les conseillers en vote ont aujourd'hui acquis encore plus d'influence par l'initiative du vote consultatif sur la rémunération des dirigeants (*say-on-pay*) dans le cadre de laquelle les actionnaires sont invités à exprimer un vote non contraignant sur la rémunération des dirigeants d'une société. Cette pratique est maintenant devenue obligatoire aux États-Unis et se répand rapidement dans toutes les économies développées. Devant l'obligation de se prononcer sur le caractère approprié de la rémunération des dirigeants, une tâche très complexe et exigeante, de nombreux investisseurs institutionnels en sont venus à rechercher les « avis » des conseillers en vote.

Sans savoir faire particulier dans le domaine et pas de véritable expérience non plus, ils sont devenus les arbitres de ce qui constitue une juste rémunération pour les dirigeants. Si les investisseurs souffrent d'une surcharge d'information relativement à la rémunération des dirigeants des sociétés dans lesquelles ils ont investi, qu'en est-il des conseillers en vote qui doivent évaluer **tous** les régimes de rémunération des dirigeants ? Ils n'ont d'autres choix que de recourir à de simples listes à cocher et à des algorithmes standardisés.

Voici les consignes publiées par ISS relativement au vote consultatif sur la rémunération des dirigeants (*say-on-pay*) de 2012 :

La politique révisée mesure aussi la concordance relative entre la rémunération du chef de la direction et le rendement total pour les actionnaires (RTA) de la société, au sein du groupe de sociétés comparables, sur des périodes de un an et de trois ans (avec une pondération de 40 % pour la période de un an et de 60 % pour la période de trois ans), de même que la concordance absolue entre la rémunération du chef de la direction et le rendement total pour les actionnaires de la société sur cinq ans. Quand ISS estime que cette concordance est faible, elle étudiera comment un certain nombre de facteurs influencent le rapport entre la rémunération et les intérêts des actionnaires, comme par exemple les pratiques d'analyse comparative de l'entreprise, l'exhaustivité de la communication d'information et le rapport entre la rémunération fondée sur le rendement et la rémunération totale.

Il serait difficile de concevoir une manière d'évaluer la rémunération des dirigeants qui soit plus destructrice de valeur. Les notions voulant que la direction devrait être obsédée par la performance à court terme du titre et que des comparaisons avec le rendement total pour les actionnaires d'un groupe de sociétés supposément comparables constituent une base valable pour juger du caractère équitable de la rémunération d'une société en particulier sont de purs fantasmes. Pourvu que, sous la pression des conseillers en vote, les conseils d'administration n'en viennent pas à établir la rémunération à partir de tels paramètres.

En mars 2012, notre Institut a publié une prise de position sur la rémunération des dirigeants, qui avance des choix diamétralement opposés à ceux d'ISS :

*La rémunération devrait être liée à des indicateurs quantitatifs **et qualitatifs** qui sous tendent la performance économique de la société, laquelle fait augmenter **la valeur à long terme de la société** ; chaque entreprise est différente à cet égard et des programmes tirés d'un moule unique ne peuvent satisfaire aux importantes variations de circonstances d'une entreprise à l'autre ; les indicateurs quantitatifs ne devraient pas être liés au cours des actions, mais plutôt à des indicateurs de la santé économique à long terme de la société, comme le rendement du capital investi (RCI) et la valeur économique ajoutée (VÉA) ; ces indicateurs ne devraient être ni hautement volatils ni facilement manipulables ; la performance qualitative devrait être associée au caractère plus subtil d'une organisation, à ses valeurs et à son éthique, au sens d'appartenance et d'équité ressenti par la majorité des membres de l'organisation.*

La compétence de la direction à intégrer dans son exploitation les préoccupations de la société en général et les attentes des parties prenantes de l'entreprise devrait être reflétée dans le système de rémunération des hauts dirigeants. La réussite et la survie de l'entreprise reposent sur une performance de haut vol à ces chapitres.

(Payer pour la valeur ajoutée : Trancher le nœud gordien de la rémunération des dirigeants,
© Yvan Allaire pour le groupe de travail de l'IGOPP sur la rémunération des dirigeants, mars 2012)

Une étude récente sur la question conclut :

Premièrement, les recommandations des agences de conseil en vote ont un impact considérable sur le résultat des votes consultatifs sur la rémunération. Deuxièmement, un nombre appréciable d'entreprises modifient leurs régimes de rémunération dans la période qui précède le vote officiel des actionnaires selon une orientation alignée sur les critères dont on sait qu'ils sont favorisés par les agences de conseil en vote, dans ce qui apparaît comme un effort pour éviter une recommandation négative. Troisièmement, la réaction du marché boursier à ces changements dans les régimes de rémunération est statistiquement négative.

(The Economic Consequences of Proxy Advisor Say-on-Pay Voting Policies, Larcker, McCall, Ormazabal, SSRN #2101453, 5 juillet 2012)

Une approche plus utile et plus pertinente serait pour les conseillers en vote de fournir de l'information et divers paramètres relatifs à la rémunération des dirigeants *sans énoncer de recommandation de vote*, de manière à laisser leurs clients juger de la pertinence de cette information en vue de leur propre prise de décision.

RECOMMANDATION I

Les grands investisseurs institutionnels, dans la mesure où ils partagent les positions sur la rémunération défendues par l'IGOPP et d'autres, devraient faire clairement savoir aux sociétés et aux conseillers en vote qu'ils ne considèrent pas que leurs directives sur la rémunération des dirigeants sont appropriées ou utiles, et qu'ils n'accorderont aucun poids à des recommandations de vote basées sur de tels paramètres. Par contre, l'information fournie par les conseillers en vote peut être mise à contribution dans la formulation de leurs propres recommandations de vote. La Coalition canadienne pour une bonne gouvernance a un rôle à jouer dans ce contexte. Elle a la crédibilité et la légitimité nécessaires pour contrecarrer l'influence des conseillers en vote sur la rémunération des dirigeants.

Les processus de consultation de la SEC et des ACVM ont produit une abondance de commentaires et de suggestions sur la manière de gérer ces enjeux. Certaines suggestions sont pleines de bon sens et contribueraient effectivement à améliorer les choses de manière concrète. Beaucoup de suggestions cherchent à améliorer les délais offerts aux émetteurs pour corriger des erreurs ou des déclarations inexactes que pourraient contenir les analyses produites par les conseillers en vote et leur permettre de réagir aux recommandations formulées par ces conseillers. Ces suggestions, même si elles ne manquent pas de bon sens, ne tiennent pas compte du modèle de gestion de ces conseillers en vote. Il nous semble effectivement que le système des conseillers en vote présente trois problèmes fondamentaux, auxquels il faut apporter des réponses de manière urgente :

- **1. leur modèle d'affaires;**
- **2. leur structure de propriété;**
- **3. leur implication dans des fusions et des acquisitions et dans d'autres opérations controversées.**

› Leur modèle d'affaires

Les conseillers en vote doivent relever un défi énorme. Puisque leurs clients, les investisseurs institutionnels, détiennent collectivement des actions dans toutes les sociétés cotées en bourse, les conseillers en vote doivent fournir des « conseils » pour toutes ces sociétés.

Selon le formulaire 10K de MSCI (société mère d'ISS), ISS fournit des résultats de recherche sur plus de 6 000 sociétés établies aux États Unis, et sur plus de 20 000 sociétés non américaines. Glass Lewis a fait de même pour quelque 16 000 sociétés ! (Latham & Watkins LLP, mars 2011)

En 2009, on a compté plus de 20 000 propositions soumises au vote par les actionnaires pour les sociétés de l'indice Russell 3000; et cela, avant que les votes consultatifs sur la rémunération des dirigeants deviennent obligatoires! (Source: Investment Company Institute, *Research Perspective 16, no.1*, novembre 2010)

Plus de 54 % des assemblées annuelles des actionnaires aux États-Unis ont eu lieu en avril, en mai ou en juin. (Council of Institutional Investors, 2010)

Au Canada, près de 1 570 sociétés sont inscrites à la cote de la TSX et 2 200 de plus sont inscrites à la Bourse de croissance TSX. L'exercice d'environ 84 % des sociétés inscrites à la cote de la TSX se termine le 31 décembre. Pour près de 80 % des sociétés inscrites à la cote de la TSX, il y a moins de 50 jours entre la date où les actionnaires reçoivent la circulaire d'information de la direction et la date de tombée pour les votes par procuration. (Recherche IGOPP, 2012)

Les agences de conseil en vote utilisent ces statistiques pour justifier leur utilité et promouvoir leurs services. Mais ces mêmes statistiques créent un problème fondamental pour ces fournisseurs de services et soulèvent des questions essentielles à propos de leur modèle d'affaires. Comment sont-ils capables de gérer toute cette masse d'information et de formuler des recommandations réfléchies et équitables sur des milliers de sociétés en quelques semaines au printemps de chaque année ?

Pour accomplir cet exploit, ils doivent recourir à l'une des deux mesures suivantes, ou à une combinaison des deux, lesquelles ne peuvent donner de bons résultats en toute circonstance :

1. Une grille standardisée, une sorte d'algorithme simplifié (souvent qualifiée d'approche « taille unique ») au moyen de laquelle on évalue les sociétés à la fois pour leur gouvernance, leur conseil d'administration, leurs régimes de rémunération, et les propositions de leurs actionnaires. Il est certain que les directives d'ISS relativement à l'évaluation de la rémunération des dirigeants qui sont décrites ci dessus illustrent parfaitement ce processus.
2. L'embauche de personnel temporaire, de même que possiblement la sous-traitance du volet analytique du processus à des pays à faible coût, pour gérer l'avalanche de données du printemps; ce mécanisme de gestion de la surcharge de travail soulève le problème de la compétence et de la formation de ces employés à temps partiel.

Cette situation, indéniable et incontournable, rend éminemment suspect tout le modèle d'affaires des conseillers en vote. Si seulement un dixième des sociétés traitées par les conseillers en vote exigeaient que des erreurs et des inexactitudes constatées dans les rapports les concernant soient corrigées, les conseillers en vote seraient incapables d'y donner suite, comme ils l'ont admis en toute franchise :

« Les demandes auxquelles ISS doit répondre durant la période des procurations peuvent se traduire par une absence de réponse directe de la part de l'agence, mais [le président d'ISS] a assuré les participants qu'il est tenu compte des commentaires reçus dans la mesure où l'information mise en cause a été publiquement divulguée. »

(Source: Audit Committee Leadership Network in North America View Points: **A dialogue with Institutional Shareholder Services**, Issue 39: 7 novembre 2012).

Power Corporation fait cette observation très pertinente dans le cadre du processus de consultation des ACVM :

« Il est inacceptable qu'un conseiller en vote allègue des limites en matière de ressources comme motif pour ne pas communiquer avec un émetteur – dans de telles situations, le conseiller en vote devrait s'abstenir de publier un rapport sur les recommandations.

*[...] les membres du conseil d'une société par actions [...] doivent agir [...] dans l'intérêt de la société et faire preuve du soin, de la diligence et de la compétence dont ferait preuve [une personne raisonnablement prudente dans des circonstances comparables]. [...] les administrateurs sont tenus de consacrer suffisamment de temps à l'examen de telles questions [...]. **Si les agences de conseil en vote envisagent de proposer aux actionnaires des recommandations qui sont contraires à celles des administrateurs d'un émetteur, il est raisonnable d'obliger ces agences à consacrer des ressources suffisantes et dûment qualifiées pour analyser les questions soumises à l'approbation des actionnaires.*** » (Soumission de Power Corporation dans le cadre du processus de consultation des ACVM, 19 septembre 2012, traduction par Power Corporation de sa soumission originale en anglais ; nous soulignons).

RECOMMANDATION II

Les clients des conseillers en vote devraient insister sur la divulgation de tous les détails pertinents des modèles d'affaires utilisés par les conseillers en vote : employés à temps plein contre employés à temps partiel, situation géographique des employés, proportion du travail accompli dans des pays étrangers, formation des employés.

RECOMMANDATION III

Les autorités de réglementation devraient exiger que les conseillers en vote fassent rapport sur leurs normes relativement à la formation et à l'expérience de leurs analystes, un peu comme doivent le faire les agences de notation :

La SEC a proposé et a adopté les normes et les règles suivantes pour les agences de notation (autrefois connues sous le vocable *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations – NRSRO / Organismes de notation statistique reconnus au niveau national*) :

« Conformément à l'article 936 de la Loi Dodd-Frank, la règle proposée exigerait des NRSRO qu'ils établissent des normes de formation, d'expérience et de compétence pour les analystes de crédit et qu'ils :

prennent en considération certains facteurs dans l'établissement de ces normes, par exemple la complexité des valeurs mobilières qui seront notées par les analystes ;

procèdent à des examens périodiques des procédures et des méthodologies de notation que les analystes de crédit utilisent ;

*exigent qu'au moins une personne **avec au moins trois ans d'expérience** dans les analyses de crédit participe à la détermination de la note. » (nous soulignons)*

› Leur structure de propriété

On aurait pu raisonnablement s'attendre que ces agences de conseil soient demeurées des organisations professionnelles privées, détenues par des associés complètement responsables de la qualité des services offerts et très vigilants à propos d'éventuels conflits d'intérêts, dans le même esprit qu'un cabinet d'auditeurs *après les débâcles d'Anderson et d'Enron*.

Il est utile de se rappeler comment ces cabinets comptables ont juré à l'époque que les services d'experts-conseils qu'ils offraient aux entreprises qu'ils auditaient ne constituaient en aucune manière une source de conflit d'intérêts, que d'impénétrables « murailles de Chine » séparaient leurs services de consultation de leurs services d'audit! Ces affirmations n'ont pas réussi à convaincre les autorités de réglementation. Les cabinets d'audit ont dû cesser d'offrir des services d'experts-conseils en gestion aux entreprises pour lesquelles ils agissaient à titre d'auditeurs.

Mais ce n'est pas le cas, en particulier pour ISS. L'entreprise a été achetée en 2006 par Risk Metrics, société offrant toutes sortes de services d'experts-conseils à ces mêmes sociétés au sujet desquelles ISS se trouve à formuler des conseils aux investisseurs institutionnels. Puis, en 2008, Risk Metrics est devenue une société cotée en bourse. En 2010, Risk Metrics elle-même a été rachetée par MSCI, société cotée en bourse qui offre des services diversifiés aux investisseurs institutionnels.

Les pressions, bien documentées, qu'exercent les marchés des capitaux pour livrer des bénéfices par action (BPA) toujours croissants se traduisent en pressions internes sur les équipes de direction pour satisfaire aux attentes des marchés des capitaux. C'est une des erreurs cruciales de notre ère financière que *de permettre aux sentinelles des marchés d'être elles-mêmes cotées en bourse*. Le phénomène s'est d'abord manifesté chez les bourses, devenues partout des sociétés par actions cotées en bourse. Puis, une agence de notation Moody's devint aussi une société cotée en bourse. Voici comment Eric Kolchinsky, directeur responsable de la notation des obligations structurées adossées à des emprunts chez Moody's, décrit, pour le bénéfice de la Commission d'enquête sur la crise financière aux États Unis, les changements de culture et de valeurs survenus chez Moody's après l'entrée en bourse de l'entreprise :

Toutefois, en 2007, la culture avait changé énormément chez Moody's. C'était maintenant une grande société cotée en bourse avec un chiffre d'affaires de plus de 2 milliards de dollars. Elle affichait une des meilleures performances du S&P 500 pour les actions.

Les dirigeants recevaient une tranche importante de leur rémunération en actions et en options. [...] les agences de notation faisaient face au conflit immémorial et prosaïque entre la qualité à long terme des produits et les profits à court terme. Ils ont choisi ces derniers. Ces schémas d'intéressement asymétriques ont provoqué une réorientation de la culture chez Moody's, d'un modèle ressemblant à un département universitaire à une organisation préoccupée par ses profits à tout prix.

Pourquoi la division de conseil en vote d'une société cotée en bourse serait-elle à l'abri de ce genre de pressions à la performance? Soyons clairs: ISS Corporate Services, Inc. (ICS), filiale d'ISS, offre « *des outils d'analyse et de comparaison en matière de gouvernance et de rémunération des dirigeants, de même que des services de consultation en la matière à des émetteurs (sociétés cotées en bourse) et à des entreprises de services professionnels* ». (site Web d'ISS, nous soulignons)

Voici comment MSCI, société mère d'ISS, commente ce risque dans son formulaire 10K de 2012:

Par l'intermédiaire de notre filiale ISS Corporate Services, nous fournissons des produits et des services à des sociétés clientes qui utilisent ces services pour en apprendre plus sur leurs pratiques de gouvernance et pour les améliorer. En conséquence, il existe un conflit d'intérêts potentiel entre les services que nous fournissons aux clients institutionnels et ceux que nous assurons aux clients de notre filiale ISS Corporate Services, y compris nos services de consultation sur la rémunération. Par exemple, lorsque nous fournissons des services de gouvernance à une société cliente, et qu'au même moment nous fournissons à des clients institutionnels des recommandations de vote par procuration de cette même société cliente, il peut exister une perception que l'équipe d'ISS qui prépare de la recherche pour nos clients institutionnels puisse traiter cette société de manière plus favorable du fait qu'elle recourt à nos services.

Les garde-fous de gestion de conflits que nous avons déployés pourraient se révéler insuffisants pour gérer ces conflits d'intérêts potentiels, et des clients ou des concurrents pourraient remettre en question l'intégrité de nos services.

Évidemment, ISS affirme que toutes les mesures nécessaires sont prises pour préserver son organisation des conflits d'intérêts, ou plus précisément, de la tentation d'utiliser l'influence que lui procure son rôle de conseiller en vote pour bonifier ses revenus de consultation. Son site web renvoie les visiteurs à une lettre écrite par le renommé cabinet d'avocats Sullivan & Cromwell qui a été mandaté pour revoir les mesures prises « *pour mitiger les conflits d'intérêts qui pourraient éventuellement surgir quand ISS Governance Services produit une recommandation de vote relative à un émetteur qui est client de ISS Corporate Services, Inc.* ».

Le cabinet d'avocats conclut que « *les protections existantes gèrent efficacement le potentiel de conflits, et de conflits perçus, entre ICS et ISS* ». Leur lettre est datée du 29 novembre 2007, date à laquelle ISS/Risk Metrics était toujours une société fermée, et une société beaucoup plus petite qu'elle ne l'est aujourd'hui. Compte tenu du changement de culture et de valeurs de Moody's après qu'elle soit devenue une société cotée en bourse, il aurait été approprié pour ISS d'obtenir une nouvelle lettre de Sullivan & Cromwell à propos de la situation de 2012.

Malgré la mise en place, à l'interne et à l'externe, de cloisonnements pour assurer qu'aucune communication ne filtre d'une unité à l'autre, les expériences très réelles et très pénibles rencontrées dans d'autres secteurs soulèvent des doutes quant à la sagesse d'une organisation comptant deux unités: l'une vendant des services à des sociétés qui peuvent bénéficier des « conseils indépendants » vendus aux investisseurs par l'autre, ou en souffrir.

La mobilité du personnel entre les deux unités, un phénomène normal dans toutes les entreprises, devient un problème dans le cas présent. Pourtant, il apparaît que le chef d'ISS Corporate Services était, avant ce mandat « *un analyste principal chez ISS Proxy Advisory Service, chargé de produire des analyses et des recommandations de vote relativement à des courses aux procurations, des fusions, des acquisitions, des restructurations d'entreprises et des propositions de régimes d'actions* » ! (site web d'ISS)

Glass Lewis est détenue en propriété exclusive par le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario (Teachers'). Le RREEO a acheté Glass Lewis en octobre 2007 de Xinhua Finance, qui l'avait elle-même achetée en janvier de la même année. Pour illustrer comment la forme de propriété n'est pas un enjeu mineur, il convient de rappeler que certains employés haut placés de Glass Lewis avaient quitté l'entreprise après son acquisition par Xinhua Finance, l'un d'entre eux expliquant « qu'il était profondément perturbé par la conduite, les antécédents, et les activités de la nouvelle société mère de Glass Lewis, de sa haute direction et de ses administrateurs, et qu'il ne se sentait pas à l'aise dans un tel contexte ». (Gaffen, 2007)

Glass Lewis insiste toutefois pour se distinguer d'ISS. Elle « *n'offre pas de services de consultation à des sociétés cotées en bourse ni à leurs administrateurs. Dans le cadre de nos activités, nous n'offrirons pas de conseils aux sociétés cotées en bourse sur leur structure de gouvernance ou leur conduite, et nous refusons d'utiliser notre position comme conseiller de confiance des investisseurs institutionnels pour gagner des mandats de consultation auprès des émetteurs* ». (site web de Glass Lewis)

Bien que Glass Lewis affirme qu'elle est totalement indépendante de son propriétaire et que celui-ci n'a aucun moyen d'influencer ses décisions et ses recommandations, il n'en demeure pas moins que cette structure de propriété n'est pas optimale pour une agence de conseil en vote.

Idéalement, les agences de conseil en vote devraient fonctionner avec une structure de propriété typique des organisations professionnelles comme par exemple, les cabinets d'audit. Puisque les autorités de réglementation se sont montrées plutôt laxistes en laissant la plupart des autres sentinelles des marchés des capitaux adopter une mode d'organisation en société par actions inscrite à la cote des bourses (à savoir les bourses elles-mêmes, les agences de notation, les banques d'investissement), il est peu probable qu'elles insistent pour que les conseillers en vote changent leur structure de propriété.

RECOMMANDATION IV

Les autorités de réglementation canadiennes pourraient et devraient interdire à ISS d'offrir ses services aux sociétés à propos desquelles elle formule des recommandations de vote par procuration à ses clients institutionnels, de la même façon que les cabinets d'audit n'ont pas la permission d'offrir des services de consultation aux sociétés dont elles assurent l'audit.

Qui plus est, une interdiction similaire a été imposée dans le cas des agences de notation.

L'article 17g-5 de la partie 240 des règlements généraux de la loi intitulée *Securities Exchange Act of 1934* énonce ce qui suit :

« (c) Interdiction de conflits. Il est interdit à un organisme de notation statistique reconnu au niveau national de se trouver dans l'une des situations de conflit d'intérêts suivantes relativement à l'émission ou au maintien d'une note en tant qu'agence de notation :

*(5) L'organisme de notation statistique reconnu au niveau national attribue ou maintient une note à l'égard d'un débiteur obligataire ou d'une valeur mobilière lorsque l'organisme de notation statistique reconnu au niveau national ou une personne associée à l'organisme de notation statistique reconnu au niveau national **a fait des recommandations** au débiteur obligataire ou à l'émetteur, au preneur ferme ou au commanditaire de la valeur mobilière **à propos de la structure juridique ou organisationnelle, des actifs, des éléments de passif ou des activités du débiteur obligataire ou de l'émetteur de la valeur mobilière.** » (nous soulignons)*

À tout le moins, les autorités de réglementation canadiennes (de même que les clients institutionnels d'ISS) devraient exiger qu'ISS fournisse à sa clientèle institutionnelle la liste des clients d'ISS Corporate Services, Inc. pour lesquels des recommandations de vote par procuration sont formulées par ISS.

› Leur implication dans des fusions et des acquisitions et dans d'autres opérations controversées

Le rôle des conseillers en vote dans le rituel annuel de vote par les actionnaires sur diverses propositions est bien documenté, et leur influence est établie dans le présent document et beaucoup d'autres. L'argument en faveur de leur utilité, même s'il n'est pas entièrement convaincant, est bel et bien soutenu par les investisseurs institutionnels : le grand nombre de propositions émanant des actionnaires, la logistique complexe du vote par procuration, les arcanes de la gouvernance et de la rémunération des dirigeants peuvent justifier qu'on délègue la collecte et l'analyse d'information concrète, sinon les instructions de vote proprement dites, à des entreprises spécialisées.

Le rôle que jouent aujourd'hui ces conseillers en vote dans tous les cas de fusions, d'acquisitions, de courses aux procurations et d'autres enjeux controversés est cependant surprenant et intrigant. Au sein des services de conseil en vote d'ISS se trouve ce qu'ils appellent *M&A Edge*, qui fournit des analyses indépendantes et exhaustives qui sont spécifiquement centrées sur des opérations de fusion et d'acquisition proposées et sur des courses aux procurations, avec l'objectif d'informer les investisseurs institutionnels. (MSCI, Formulaire 10K, 2012)

Par exemple, ISS a conseillé aux investisseurs institutionnels de voter en faveur de l'opération de Magna avec son fondateur ; elle a conseillé avec instance les investisseurs à voter pour la liste de remplacement des administrateurs du CP, proposée par Pershing Capital Fund ; par contre, elle a recommandé aux investisseurs de voter contre la prise de contrôle de la chaîne américaine de dépanneurs Casey's par Alimentation Couche-Tard !

ISS a soutenu la proposition de la direction de Telus de convertir ses actions ne comportant pas droit de vote en actions comportant droit de vote (sans prime pour les actionnaires votants). Dans ce cas, le chef de la direction de Telus a vanté la recommandation émanant « d'un expert neutre et digne de confiance en matière de gouvernance et de vote par procuration ».

Les conseillers en vote donnent leur opinion sur presque tous les enjeux contentieux ou litigieux. Comme ces enjeux sont souvent soulevés en conséquence des actions de certains fonds spéculatifs activistes, l'opinion favorable d'un conseiller en vote, et d'ISS en particulier, constitue un atout hautement convoité dans l'argumentation des fonds activistes.

Les conseillers en vote formulent dans les faits des recommandations quant au prix offert dans le cadre d'une prise de contrôle. Agissant presque comme des spécialistes des services de banque d'affaires, ils conseillent à leurs clients institutionnels (et à tous les actionnaires, puisque leur opinion est largement répercutée dans les médias) de céder ou non leurs actions au prix proposé. Voici quelques exemples récents :

ALIMENTATION COUCHE-TARD (ATD) CONTRE CASEY'S

Dans un rapport diffusé le 15 septembre 2010, ISS conclut que « l'offre en cours d'ATD est loin de constituer un point de départ convaincant pour des négociations, et ne mérite pas le soutien des actionnaires pour l'équipe proposée par ATD ».

Relativement à l'offre publique d'achat au comptant de Couche-Tard de 38,50 \$ par action de Casey's, Glass Lewis affirme: « Selon nous, la partie dissidente n'a pas prouvé que l'offre représentait la meilleure valeur pour les actionnaires, et elle n'a pas montré non plus que les administrateurs en fonction devraient être destitués maintenant ».

KINROSS GOLD CONTRE RED BACK

ERIC REGULY écrit ce qui suit dans l'édition du *Globe and Mail* du 9 septembre 2010 :

« Un conseiller en particulier, Institutional Shareholder Services (ISS), a déclenché une petite panique chez les dirigeants de Kinross. ISS a recommandé aux actionnaires de rejeter l'offre pour Red Back. Alors que l'avis d'ISS sera peut-être suivi par moins que 10 % des actionnaires de Kinross, chaque vote compte quand le taux décisif est de 50 % plus un vote. Il n'est pas exagéré de dire qu'ISS a le potentiel de ruiner le rêve de M. Burt, et peut-être aussi sa carrière.

ISS devient un nom important sur Wall Street. Son travail consiste à conseiller les investisseurs institutionnels sur la façon d'exercer les droits de vote rattachés à leurs actions dans les prises de contrôle, les fusions, les courses aux procurations et les questions de gouvernance. Les clients d'ISS suivent habituellement ses conseils; certains sont même tenus de le faire. Dommage, parce que l'offre Kinross-Red Back est un exemple où ISS semble avoir donné la mauvaise consigne [...].

Alors, qui a raison, ISS ou Kinross ?

ISS n'est pas sur le terrain en Afrique; Kinross y est. ISS n'a pas le savoir faire technique pour évaluer les dépôts de Red Back; Kinross l'a. ISS ne semble pas savoir qu'aucune société aurifère n'est évaluée uniquement en fonction des réserves prouvées et probables; Kinross et les autres sociétés minières savent que ces chiffres ne représentent qu'une partie de l'histoire. Si vous croyez que Kinross est dirigée par des gens qui mentent sur le potentiel des dépôts d'or, alors vendez vos actions et fuyez. Si votre opinion est différente, alors Kinross a droit au bénéfice du doute dans la transaction Red Back. »

EQUINOX CONTRE LUNDIN

PETER KOVEN écrit ce qui suit dans l'édition du Financial Post du 28 mars 2011 :

« L'agence de conseil en vote Institutional Shareholder Services (ISS) recommande aux actionnaires d'Equinox Minerals Ltd. de voter en faveur de l'offre de prise de contrôle inamicale de 4,8 milliards de dollars visant Lunding Mining Corp.

Cette recommandation constitue un gros coup de pouce pour Equinox, dont l'offre a été rejetée par le conseil de Lundin, et qui essaie d'obtenir le soutien des investisseurs en faveur de la prise de contrôle.

Selon ISS, l'approbation par les actionnaires de l'offre d'Equinox « est justifiée » compte tenu de la logique stratégique, des risques « apparemment » gérables et de l'absence d'inquiétudes en matière de gouvernance.

Pour expliquer son rejet de l'offre, Lundin fait valoir que le prix est trop bas et le risque, trop élevé puisqu'Equinox planifie de contracter de nouvelles dettes à hauteur de 3,2 milliards de dollars américains. Le chef de la direction d'Equinox, Craig Williams, a soutenu que le niveau de la dette était gérable.

Nous sommes satisfaits d'avoir reçu la recommandation indépendante d'une tierce partie de la part d'ISS, a commenté M. Williams. »

Puisque les opérations de fusion et d'acquisition et les courses aux procurations ne se produisent que de façon épisodique, on pourrait penser qu'un investisseur, qu'il soit institutionnel ou non, prendrait le temps et aurait les ressources pour peser le pour et le contre d'un enjeu, arriver à ses propres conclusions et voter d'une manière responsable sur le plan fiduciaire.

L'influence des conseillers en vote devrait être minimale. Mais ça ne semble pas être le cas. Un rapport favorable et bien publicisé d'ISS apporte un soutien inestimable aux fonds spéculatifs. Nous ne serions pas surpris d'apprendre que ces fonds spéculatifs sont des bons clients fiables des divers services offerts par ISS. En fait, 42 des 50 plus grands fonds spéculatifs sont clients d'ISS. (Source : Présentation d'IBM à la SEC, 15 octobre 2010)

Il est évident que MSCI est sensibilisée au risque posé par la double mission d'ISS :

Les clients institutionnels faisant affaire à la fois avec notre secteur Performance et risque et notre secteur Gouvernance, en particulier les fonds spéculatifs et les investisseurs institutionnels plus actifs, peuvent avoir des intérêts importants, notamment financiers, dans les sociétés sur lesquelles ISS produit des analyses relatives au vote par procuration et auxquelles elle attribue des notes, ou qui font l'objet de nos produits et de nos services de recherche et d'analyse financières. Dans certains cas, ces clients institutionnels nous paient des sommes considérables pour nos produits et services Performance et risque, et en conséquence, il peut exister une perception que nous puissions défendre une certaine position ou fournir des recherches à l'appui de certaines conclusions relativement à une société, dans le but de favoriser l'intérêt financier, ou autre, unique d'un client institutionnel particulier. En conséquence, des clients institutionnels, des concurrents et d'autres acteurs du marché pourraient remettre en question notre capacité à fournir des services exempts de parti pris, ce qui pourrait nuire à notre réputation. (MSCI, Formulaire 10K, 29 février 2012)

RECOMMANDATION V

Chaque fois que des conseillers en vote interviennent dans des situations de prise de contrôle, ils recommandent dans les faits que leurs clients institutionnels vendent, ou ne vendent pas, leurs actions à un acquéreur éventuel. Dans ces circonstances, ils devraient être soumis aux règles imposées aux conseillers financiers et aux spécialistes des services de banque d'affaires qui donnent une « opinion » à un conseil d'administration relativement à une opération de fusion ou d'acquisition. Tout conseil de ce type donné par un conseiller en vote devrait préciser à toutes les parties concernées, s'il y a lieu, que le conseiller en vote a agi comme consultant d'une manière quelconque pour l'une des parties qui intervient dans l'opération au cours des deux dernières années.

Évidemment, si la recommandation III ci-dessus était appliquée, la présente recommandation deviendrait sans portée pratique puisque les conseillers en vote seraient soumis à une interdiction générale d'agir en cette qualité.

RECOMMANDATION VI

Dans les cas de courses aux procurations et dans d'autres contextes litigieux, les autorités de réglementation canadiennes devraient adopter la suggestion formulée par Wachtell, Lipton, Rosen et Katz dans leur mémoire présenté à la SEC: « On devrait exiger des agences de conseil en vote qu'elles dévoilent dans leurs recommandations si le conseiller a été dans un passé récent ou est actuellement engagé par l'un des participants à la course aux procurations visée, ou si l'une des parties intéressées dans une course aux procurations est abonnée aux services de l'agence de conseil en vote, de même que le total des honoraires versés par les parties intéressées à l'agence de conseil en vote ».

Conclusion

—

La présente prise de position témoigne du caractère problématique du modèle d'affaires des agences de conseil en vote. En l'absence de réglementation d'encadrement et de supervision, leur modèle d'affaires est tel qu'il leur est pour ainsi dire impossible de traiter avec attention et réactivité le volume considérable de rapports qu'ils doivent produire dans un très court laps de temps. Dans le cas d'ISS, l'agence est aussi vulnérable aux conflits d'intérêts.

Les conseillers en vote se sont construits une tribune du haut de laquelle ils font la leçon aux dirigeants d'entreprise et aux conseils d'administration sur tous les aspects de la gouvernance et de la rémunération; ni investisseurs ni conseillers en placement, ils détiennent néanmoins une licence pour formuler des recommandations à leurs clients, les investisseurs et gestionnaires de fonds sur tout ce qui touche à la gouvernance des sociétés par actions.

Le principal acteur de ce marché, ISS, conseille aussi les entreprises sur comment celles-ci devraient s'ajuster aux conseils qu'elle donne aux investisseurs institutionnels et comment elles devraient les mettre en œuvre. Unité d'affaires d'une société cotée en bourse, ISS doit produire des résultats financiers à la mesure de sa position dominante sur le marché.

Il faut encadrer les activités et l'influence de ces conseillers en vote. Leur rôle dans la définition de ce qui constitue une bonne gouvernance, un conseil d'administration efficace et une saine rémunération pour les dirigeants peut faire problème. Ils publient des affirmations sur la gouvernance qui ne sont pas vraiment validées par de la recherche empirique. Ils ont à faire face à la logistique implacable du processus annuel des procurations selon des modalités qui ne peuvent produire que des résultats insatisfaisants.

LA RESPONSABILITÉ DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

La responsabilité pour cet état de choses incombe de façon singulière aux grands investisseurs institutionnels. Ces derniers ont la responsabilité fiduciaire d'exercer les droits de vote représentés par les procurations dans l'intérêt de leurs actionnaires, une responsabilité qu'ils ne peuvent sous-traiter à des conseillers en vote. La plupart des grands investisseurs institutionnels affirment catégoriquement qu'ils ne sous-traitent pas cette responsabilité et qu'ils utilisent plutôt les services des conseillers en vote pour la cueillette d'information et la formulation d'opinions.

Mais même pour ce rôle limité, les clients institutionnels devraient exiger plus de transparence à propos du modèle de gestion des conseillers en vote. Les grands investisseurs institutionnels, en tant que clients des services de conseil en vote, devraient demander des renseignements complets sur leur modèle de gestion: employés à temps plein contre employés à temps partiel, situation géographique des employés, proportion du travail accompli dans des pays étrangers, formation et compétence du personnel, méthode utilisée par les conseillers pour formuler des opinions/recommandations sur des milliers de propositions dans un délai très court.

En tant que clients de ces conseillers, ils doivent à l'avenir demander des rapports explicites sur les conflits d'intérêts, chaque fois que ces conseillers interviennent dans des opérations de fusion ou d'acquisition, des courses aux procurations ou d'autres contextes litigieux. Ils devraient exiger que les conseillers en vote dévoilent, en même temps que leurs recommandations, *s'ils sont actuellement engagés ou s'ils ont été engagés dans un passé récent par l'un des participants à l'opération de fusion et d'acquisition ou à la course aux procurations visée, ou si l'une des parties intéressées est abonnée aux services de l'agence de conseil en vote, de même que le total des honoraires versés par les parties intéressées à l'agence de conseil en vote.*

Finalement, les investisseurs institutionnels devraient affirmer leur désaccord avec certaines directives proposées par les conseillers en vote. Ils devraient en tout cas faire clairement savoir *qu'ils ne considèrent pas que ces directives sur la rémunération des dirigeants sont utiles ou appropriées, et qu'ils n'accorderont aucun poids à des recommandations de vote basées sur de tels paramètres.* La Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises a un rôle clé à jouer dans ce contexte. Elle a la crédibilité et la légitimité nécessaires pour contrer l'influence malsaine des conseillers en vote sur la rémunération des dirigeants.

Les investisseurs institutionnels canadiens devraient s'objecter vigoureusement à ce qu'ISS base certaines de ses « directives » sur des études mal conçues réalisées en contexte américain.

AUTORITÉS DE RÉGLEMENTATION CANADIENNES

Les autorités de réglementation devraient adopter une position ferme sur certains des problèmes soulevés dans le présent document et par de nombreux autres commentateurs. Le document de consultation produit par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières présente un excellent résumé des enjeux et propose d'éventuelles solutions. Nous demandons avec instance aux autorités de réglementation canadiennes d'étudier les recommandations formulées dans le présent document d'orientation avant d'établir leur stratégie pour la supervision adéquate des conseillers en vote.

La cohabitation de deux missions d'affaires au sein d'une même entreprise ne peut être effectivement que source de problèmes. Les autorités de réglementation canadiennes devraient certainement interdire à ISS d'offrir ses services aux sociétés à propos desquelles elle formule des recommandations de vote par procuration à ses clients institutionnels.

À tout le moins, les autorités de réglementation canadiennes devraient exiger qu'ISS fournisse à sa clientèle institutionnelle, la liste des clients d'ISS Corporate Services, Inc. pour lesquels des recommandations de vote par procuration sont émises par ISS.

De plus, chaque fois que des conseillers en vote interviennent dans des situations de **prise de contrôle** où ils se trouvent à réellement conseiller leurs clients et les actionnaires en général à propos du caractère approprié du prix offert dans le cadre d'une opération, les autorités de réglementation devraient les soumettre au cadre réglementaire qui s'applique aux conseillers financiers et aux spécialistes des services de banque d'affaires qui donnent une « opinion » sur le caractère souhaitable d'une opération.

Finalement, les autorités de réglementation canadiennes devraient exiger que les conseillers en vote établissent des normes régissant la formation, le savoir faire et l'expérience des analystes produisant leurs rapports.

Tout bien considéré, les activités des conseillers en vote, même si elles semblent répondre à un besoin, soulèvent une foule de problèmes, qui, si on n'y apporte pas une solution vigoureuse et efficace, pourraient engendrer un système de gouvernance mal ajusté et de graves lacunes sur le plan de l'imputabilité.

Liste des recommandations

—

RECOMMANDATION I

Les grands investisseurs institutionnels, dans la mesure où ils partagent les positions sur la rémunération défendues par l'IGOPP et d'autres, devraient faire clairement savoir aux sociétés et aux conseillers en vote qu'ils ne considèrent pas que leurs directives sur la rémunération des dirigeants sont appropriées ou utiles, et qu'ils n'accorderont aucun poids à des recommandations de vote basées sur de tels paramètres.

RECOMMANDATION II

Les clients des conseillers en vote devraient insister sur la divulgation de tous les détails pertinents des modèles d'affaires utilisés par les conseillers en vote : employés à temps plein contre employés à temps partiel, situation géographique des employés, proportion du travail accompli dans des pays étrangers, formation des employés.

RECOMMANDATION III

Les autorités de réglementation devraient exiger que les conseillers en vote fassent rapport sur leurs normes relativement à la formation et à l'expérience de leurs analystes, un peu comme doivent le faire les agences de notation.

RECOMMANDATION IV

Les autorités de réglementation canadiennes pourraient et devraient interdire à ISS d'offrir ses services aux sociétés à propos desquelles elle formule des recommandations de vote par procuration à ses clients institutionnels, de la même façon que les cabinets d'audit n'ont pas la permission d'offrir des services de consultation aux sociétés dont elles assurent l'audit.

RECOMMANDATION V

Chaque fois que des conseillers en vote interviennent dans des situations de prise de contrôle, ils recommandent dans les faits que leurs clients institutionnels vendent, ou ne vendent pas, leurs actions à un acquéreur éventuel. Dans ces circonstances, ils devraient être soumis aux règles imposées aux conseillers financiers et aux spécialistes des services de banque d'affaires qui donnent une « opinion » à un conseil d'administration relativement à une opération de fusion ou d'acquisition. Tout conseil de ce type donné par un conseiller en vote devrait préciser à toutes les parties concernées, s'il y a lieu, que le conseiller en vote a agi comme consultant d'une manière quelconque pour l'une des parties qui intervient dans l'opération au cours des deux dernières années.

RECOMMANDATION VI

Dans les cas de courses aux procurations et dans d'autres contextes litigieux, les autorités de réglementation canadiennes devraient adopter la suggestion formulée par Wachtell, Lipton, Rosen et Katz dans leur mémoire présenté à la SEC : « On devrait exiger des agences de conseil en vote qu'elles dévoilent dans leurs recommandations si le conseiller a été dans un passé récent ou est actuellement engagé par l'un des participants à la course aux procurations visée, ou si l'une des parties intéressées dans une course aux procurations est abonnée aux services de l'agence de conseil en vote, de même que le total des honoraires versés par les parties intéressées à l'agence de conseil en vote ».

Bibliographie et références

- Allaire, Yvan. *Notes on a flawed study*, IGOPP, http://www.igopp.org/IMG/pdf/allaire-notes_on_a_flawed_study-2.pdf, 2012
- Allaire, Yvan. *Pay for Value: Cutting the Gordian Knot of Executive Compensation*, IGOPP, May 2012, http://igopp.org/IMG/pdf/pp_payforvalue_allaire_en_v4.pdf
- Audit Committee Leadership Network In North America View Points *A dialogue with Institutional Shareholder Services*, Issue 39 : November 7, 2012, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Proxy_advisory_firms/\\$FILE/ViewPoints_39_November_2012_Dialogue_with_ISS.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Proxy_advisory_firms/$FILE/ViewPoints_39_November_2012_Dialogue_with_ISS.pdf)
- Atkinson, Aaron, Batista, Dan, Freelan, Brad, *Canadian Proxy Contest Study*, Fasken Martineau, 2013
- Bew, Robyn and Fields, Richard. *Voting Decisions at US Mutual Funds: How Investors Really Use Proxy Advisers*, Tapestry Networks/IRCC, June 2012, http://www.irrcinstitute.org/pdf/Voting_Decisions_at%20US_Mutual_Funds.pdf
- Bonzani, Andrew. *Concept Release on the U.S. Proxy System*, File Reference No. S7-14-10, Release No. 34-62495, The submission of IBN to the SEC, 2010 <http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-84.pdf>
- Brossy, Semler. *Say On Pay Results, Russel 3000 Shareholder voting*, <http://www.semlebrrossy.com/SAYONPAY>. 2012
- Brownstein Andrew R., Katz David A., Rosenblum Steven A., Goldstein Jeremy L., Emmerich Adam O., Levine Jenna E. and Segal Michael J.. *ISS Updates Voting Policies for the 2012 Proxy Season*, Bank and Corporate Governance Law Reporter, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 2012, <http://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/AttorneyPubs/WLRK.21546.12.pdf>
- Cai Jie, Garner Jacqueline L. and Walkling Ralph A.. *Electing Directors*, Journal of Finance, Vol. 64 Issue 5, p2389-2421-2421 33p; 2009
- Center on Executive Compensation, *"A Call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo"*, 2011.
- Choi, Stephen J., Fisch, Jill E. and Kahan, Marcel. *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*. Emory Law Journal, Vol. 59, p. 869, University of Penn, Institute for Law & Economics Research Paper No. 10-24. <http://ssrn.com/abstract=1694535>, 2010
- Council of Institutional Investors, *Everything You Ever Wanted to Know about Proxy Voting but Were Afraid to Ask* (Washington, DC: Council of Institutional Investors, 2010)

- Davies Ward Phillips & Vineberg L.P.. *The Quality of Shareholder Vote in Canada*; 2010, <http://www.dwvpv.com/Sites/shareholdervoting/media/The-Quality-of-the-Shareholder-Vote-in-Canada.pdf>
- Dow Jones Newswires. *Ackman's Pershing Square Funds Gain 1% In April*, Dow Jones & Company, Inc., 2012, <http://english.capital.gr/dj/news.asp?details=1489129>
- EDGAR [Online], United States of America, 2012, <http://www.sec.gov/edgar.shtml>
- Atkinson, Aaron, Batista, Dan, Freelan, Brad, Canadian Proxy Contest Study, Fasken Martineau, 2013
- Gaffen, David. Proxy Issues, The Wall Street Journal Blogs, 2007, <http://blogs.wsj.com/marketbeat/2007/05/21/proxy-issues/>
- Glass Lewis & Co. *Conflict of Interest Statement*, [En ligne] 2012, <http://www.glasslewis.com/about-glass-lewis/disclosure-of-conflict/>
- IGOPP. *Research on TSX-S&P*, Institut sur la gouvernance (IGOPP), 2012
- Investment Company Institute, "Trends in Proxy Voting by Registered Investment Companies, 2007–2009," Research Perspective 16, no. 1, 4, 11. <http://www.ici.org/pdf/per16-01.pdf>, 2010
- IRRIC Institute and ISS. *Controlled Companies in the Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance and Risk Review*, <http://irricinstitute.org/pdf/FINAL-Controlled-Company-ISS-Report.pdf>, 2012
- ISS [Online] *Leadership Team*, <http://www.issgovernance.com/leadership>, 2012
- Larcker, David F., McCall, Allan L. and Ormazabal, Gaizka, *The Economic Consequences of Proxy Advisor Say-on-Pay Voting Policies* Stanford Graduate School of Business Research Paper No. 2105. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2101453, 2012
- Larcker, David F. and Tayan, Brian, *Do ISS Voting Recommendations Create Shareholder Value?* Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance No. CGRP-13. <http://ssrn.com/abstract=1816543> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1816543>, 2011
- Latham and Watkins LLP. *Proxy Advisory Business: Apotheosis or Apogee?* Corporate Governance Commentary, 2011, http://www.lw.com/upload/pubContent/_pdf/pub4042_1.pdf
- Lipton, Martin and Karp, D. C.. *Disintermediating the Proxy Advisory Firm*, law firm Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 2012, <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/01/21/disintermediating-the-proxy-advisory-firms/>

- MSCI Inc. *Form 10-K Annual Report, United States Securities and Exchange Commission*, 2012 <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1408198/000119312512086989/d264713d10k.htm>
- Murphy, Elisabeth M.. *Concept release on the U.S. Proxy System*, Security and Exchange Commission Release Nos. 34-62495; IA-3052; IC-29340; File No. S7-14-10, 2010, <http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>
- Nasiripour, Shahien. *FCIC Testimony: Moody's CEO Won't Say He's Sorry, Buffett Testifies*, Huffingtonpost, 2010, http://www.huffingtonpost.com/2010/06/02/fcic-testimony-warren-buff_n_597355.html
- New-York Stock Exchange. *Commission on Corporate Governance*, 2010, <http://www.nyse.com/pdfs/CCGReport.pdf>
- Ontario Securities Commission. *Canadian Securities Administrators Consultation Paper 25-401: Potential Regulation of Proxy Advisory Firms*, Securities Law & Instruments, 2012, http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_csa_20120621_25-401_proxy-advisory-firms.htm
- Reuters, Press Release. *Proxy advisory firm ISS receives SEC Wells notice*, 2012 <http://www.reuters.com/article/2012/10/02/msci-wellsnotice-idUSL3E8L26X920121002>
- Straska, Miroslava and Waller, H. Gregory, *Antitakeover Provisions and Shareholder Wealth: A Survey of the Literature*, 2012. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2103770
- Audit Committee Leadership Network In North America ViewPoints *A dialogue with Institutional Shareholder Services*, Issue 39, 2012, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Proxy_advisory_firms/\\$FILE/ViewPoints_39_November_2012_Dialogue_with_ISS.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Proxy_advisory_firms/$FILE/ViewPoints_39_November_2012_Dialogue_with_ISS.pdf)
- Towers Watson, " *With Say on Pay Looming: Companies Move to Further Tighten the Link Between Executive Pay and Performance*," Towers Watson's Executive Compensation Flash Survey, 2010. <http://www.towerswatson.com/assets/pdf/2473/TowersWatson-EC-Flash-survey-NA-2010-16671-v4.pdf>.
- Wachtell, Lipton, Rosen & Katz. *Comments on Release No. 34-62495; IA-3052; IC-29340; File No. S7-14-10*, Submission to Elizabeth M. Murphy, SEC, 2010, <http://sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-129.pdf>

À propos de l'IGOPP

Fruit d'une initiative conjointe des deux établissements universitaires, HEC Montréal et l'Université Concordia (École de gestion John-Molson), l'Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques (IGOPP), lancé en septembre 2005, a pour objectif d'être un centre d'excellence au Québec et au Canada en matière de recherche et de formation sur la gouvernance ainsi qu'un centre d'études sur les meilleures pratiques de gouvernance pour les sociétés et organismes tant du secteur privé que public.

Les activités de l'Institut sont concentrées principalement dans les quatre domaines suivants:

- **Les prises de position**
- **La formation**
- **La recherche**
- **La diffusion des connaissances**

NOTRE MISSION

Accompagner les organisations privées et publiques **vers une gouvernance créatrice de valeurs^{MD}** par la recherche et l'enseignement des aspects pratiques de la gouvernance.

NOTRE VISION

Par ses contributions originales, l'IGOPP entend devenir un organisme de référence sur les enjeux de gouvernance, incontournable au Québec, important au Canada et émergent à l'international.

Membres du conseil d'administration

Présidé par le professeur Yvan Allaire, figure bien connue du monde des affaires, le conseil d'administration de l'Institut réunit **15 leaders provenant de différents milieux, soit des chefs de grandes et petites entreprises, d'investisseurs institutionnels, des dirigeants d'organismes publics et parapublics, des chercheurs universitaires et des experts en matière de réglementation.**



Hélène Desmarais

Présidente du conseil et chef de la direction
Centre d'entreprises et d'innovation
de Montréal



Christiane Germain

Coprésidente
Groupe Germain



Stephen Jarislowsky

Président du conseil
Jarislowsky Fraser Limitée



Michel Magnan

Professeur et titulaire de la Chaire de
Comptabilité Lawrence Bloomberg
Université Concordia



Louis Morisset

Surintendant aux marchés des valeurs
Autorité des marchés financiers



Robert Parizeau

Président du conseil
AON Parizeau



Sebastian van Berkomp

Président et chef de la direction
Van Berkomp & Associés



Yvan Allaire

Président exécutif du conseil d'administration
Institut sur la gouvernance (IGOPP)
Professeur émérite de l'UQÀM



Paule Doré

Administratrice de sociétés



Steve Harvey

Doyen
Université Concordia



Réal Labelle

Titulaire de la Chaire de gouvernance
Stephen Jarislowsky et professeur titulaire,
Service de l'enseignement des sciences
comptables HEC Montréal



Andrew T. Molson

Vice-président du conseil
Groupe conseil RES PUBLICA



Michel Nadeau

Directeur général
Institut sur la gouvernance (IGOPP)



Guylaine Saucier

Administratrice de sociétés

Les prises de position de l'IGOPP

Les actions multivotantes :
Quelques modestes propositions

2006

Droits de vote et citoyenneté dans l'entreprise ouverte :
Une proposition

2006

L'indépendance des administrateurs :
Un enjeu de légitimité

2008

La place des femmes au sein des conseils d'administration :
Pour faire bouger les choses

2009

Vote consultative sur la rémunération des dirigeants (« say on pay ») :
Un pas en avant vers une meilleure gouvernance ?

2010

Payer pour la valeur ajoutée :
Trancher le nœud gordien de la rémunération des dirigeants

2012

Le rôle préoccupant des agences de conseil en vote (« proxy advisors ») :
Quelques recommandations de politiques

2013



SCANNEZ CE CODE QR AVEC VOTRE
APPAREIL MOBILE POUR ACCÉDER À
TOUTES LES PRISES DE POSITION DE L'IGOPP.

Vous n'avez pas l'application ?

Recherchez "QR code reader"
dans votre boutique d'applications.



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

1000, rue de la Gauchetière Ouest, bureau 1410, Montréal (Québec) H3B 4W5

Téléphone 514.439.9301

| **Télécopieur** 514.439.9305

| **Courriel** info@igopp.org

| **www.igopp.org**