



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

Qui devrait choisir les membres du conseil ?

Accès au processus de nomination des administrateurs par les actionnaires

8^{ème} prise de position

2015



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 – octobre 2015

Bibliothèque et Archives nationales du Québec

ISBN 978-2-924055-31-1 (version imprimée)

ISBN 978-2-924055-32-8 (version électronique)

Qui devrait choisir les membres du conseil? Accès au processus de nomination des administrateurs par les actionnaires

Imprimé au Québec

Design par KB design s.e.n.c.

Droits d'auteur © IGOPP / 2015

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

Qui devrait choisir les membres du conseil ?

Accès au processus de nomination des administrateurs par les actionnaires

8^{ième} prise de position

Rédigée par

Yvan Allaire, Ph. D. (MIT), MSRC
Président exécutif, IGOPP

François Dauphin, MBA, CPA, CMA
Directeur de la recherche, IGOPP

2015

Table des matières

Message du président exécutif du conseil	5
Sommaire exécutif	6
Introduction	8
Un bref rappel historique	10
Accès au processus de nomination au Canada	16
<i>Proxy access</i> ailleurs dans le monde	22
Quels sont les arguments favorables à l'accès au processus de nomination des administrateurs par les actionnaires ?	24
Quels sont les arguments contre l'accès au processus de nomination des administrateurs par les actionnaires ?	30
Position de l'IGOPP	36
Conclusion	38
Annexe I L'accès au processus de nomination des administrateurs : une préoccupation récurrente à la SEC	41
Annexe II Un examen de certaines études prétendant démontrer un effet économique positif relié à l'accès au processus de mise en nomination d'administrateurs par les actionnaires	43
Annexe III Principales clauses et balises	45
Références	52
À propos de l'IGOPP	56
Membres du conseil d'administration de l'IGOPP	57
Liste des prises de position de l'IGOPP	58

Message du président exécutif du conseil

Pour la huitième fois depuis sa création, l'Institut sur la gouvernance (IGOPP) adopte une position formelle sur un important enjeu de gouvernance.

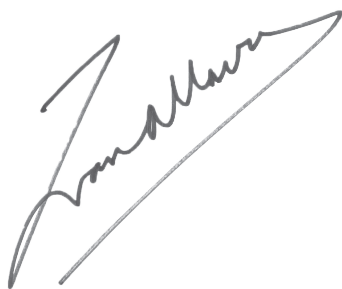
Ce document présente une analyse des arguments favorables et défavorables à l'accès au processus de nomination des administrateurs par les actionnaires ainsi que la position de l'IGOPP relative à cette démarche.

Je remercie les membres du conseil de l'IGOPP qui ont constitué le groupe de travail pour les fins de cette prise de position : Andrew Molson, Louis Morisset, Robert Parizeau et Guylaine Saucier.

J'ai agi comme président de ce groupe de travail et François Dauphin, directeur de la recherche a agi comme secrétaire du groupe de travail.

Le conseil d'administration a approuvé¹ cette proposition de politiques le 30 septembre 2015.

Nous espérons que nos analyses et recommandations apporteront une contribution utile au débat entourant cet enjeu.



Yvan Allaire, Ph. D. (MIT), MSRC
Président exécutif du conseil

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

Sommaire exécutif

La prérogative historique dévolue aux seuls conseils d'administration de mettre en nomination les membres du conseil que les actionnaires seront appelés à élire (ou non) est mise à mal par la volonté des fonds institutionnels de se voir accorder le droit, à certaines conditions, de mettre en nomination leurs propres candidats. Cette démarche porte le nom d'accès au processus de nomination des membres de conseil par les actionnaires.

En raison d'amendements aux règlements existants aux États-Unis, les propositions d'actionnaires visant à instituer des règles d'accès au processus de nomination se sont mises à fuser de toutes parts. Au Canada, une forme d'accès à ce processus est déjà prévu par la Loi, mais les conditions en vigueur ne sont pas perçues – par les investisseurs institutionnels, notamment – comme étant suffisamment efficaces pour réellement encourager l'accès au processus par les actionnaires, entre autres en raison du traitement différencié au bulletin de vote prévu pour les candidats suggérés par les actionnaires.

L'argumentaire favorable à la mise en place de règles d'accès au processus de nomination comporte des éléments forts, entre autres au sujet de l'accroissement de la légitimité des administrateurs siégeant au conseil. Toutefois, une analyse des effets pervers potentiels sur la dynamique du conseil nous invite à considérer des options alternatives pour maintenir le dialogue avec les actionnaires significatifs sans nuire au bon fonctionnement du conseil. Après une analyse approfondie des arguments favorables et défavorables, **l'IGOPP prend position contre l'accès au processus de nomination des administrateurs par les actionnaires.**

Nous recommandons aux comités de nomination des conseils d'administration de mettre en place un processus robuste de consultation auprès des actionnaires de la société et de s'obliger à faire rapport dans la *Circulaire de sollicitation de procurations par la direction* sur la démarche suivie et les critères retenus lors de la nomination de tout nouvel administrateur.

Compte tenu de la popularité de cette mesure, cette prise de position comporte en son annexe III un examen des critères et balises généralement retenus lors de l'établissement de règles d'accès, en plus de la mécanique d'application du processus lui-même; tous ces éléments soulèvent de nombreuses et importantes interrogations, auxquelles nous trouvons malheureusement bien peu de réponses satisfaisantes.

Introduction

—

L'univers de la gouvernance aux États-Unis, ainsi qu'au Canada mais de façon moins pressante, a suscité depuis quelques années une opinion largement partagée chez les investisseurs institutionnels à l'effet que, pour un ensemble de raisons, les administrateurs ne font pas le travail que l'on attend d'eux, ne méritent pas pleinement la confiance des actionnaires. En conséquence, selon cette opinion devenue, pour certains, un véritable dogme, les actionnaires devraient détenir plus de pouvoir d'influence directe sur les décisions de l'entreprise.

Cette conception d'une gouvernance orientée par les actionnaires plutôt que par les seuls membres du conseil s'est manifestée concrètement par l'initiative du vote consultatif sur la rémunération des dirigeants (**Say on pay**). De même, l'appui massif des investisseurs institutionnels envers les initiatives des fonds de couverture dit activistes s'inscrit également dans la ligne de cette vision des choses puisque de façon générale ces fonds activistes remettent en question les décisions, orientations et stratégies adoptées par les conseils d'administration.

Enfin, plus récemment, la prérogative historique dévolue aux seuls conseils d'administration de mettre en nomination les membres du conseil que les actionnaires seront appelés à élire (ou non) est contestée par la volonté des investisseurs institutionnels de se voir accorder le droit, à certaines conditions, de mettre en nomination leurs propres candidats. Cette démarche porte le nom d'*accès au processus de nomination des membres de conseil par les actionnaires*. Ce texte fait un examen des arguments favorables et défavorables à cette initiative et propose une prise de position sur le sujet.

Un bref rappel historique

—

La *Security and Exchange Commission* (SEC), l'organisme réglementaire américain, fit plusieurs tentatives infructueuses pour instituer une telle mesure au cours des années et surtout dans la suite de l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley². Or, la loi Dodd-Frank, adoptée en juillet 2010, intima à la SEC de mettre en place une réglementation pour permettre aux actionnaires de proposer un certain nombre de candidats comme administrateurs, ceux-ci étant présentés de façon identique aux candidats choisis par la direction et devant apparaître sur la même procuration de vote transmise aux actionnaires.

La SEC a donc introduit une nouvelle réglementation, dès août 2010, permettant aux actionnaires détenant au moins 3 % des actions d'une société cotée en Bourse, et détenant ces actions depuis au moins 3 ans, de nommer des candidats au poste d'administrateur (au maximum jusqu'à 25 % des membres du conseil existant).

Ce nouveau règlement fut immédiatement contesté juridiquement et dû être retiré lorsqu'il fut invalidé par les tribunaux. Cependant, une modification au règlement général sur les propositions d'actionnaires (modification faite par la SEC pour accompagner son règlement sur l'accès aux procurations) est demeurée en vigueur ; cette modification avait pour effet de permettre aux actionnaires de soumettre des propositions portant sur des règles d'accès aux procurations, lesquelles, si adoptées majoritairement par les actionnaires, devraient être inscrites aux statuts de la société.

Ce changement suscita un tsunami de propositions de la part des actionnaires institutionnels. Le phénomène continue de prendre de l'ampleur comme en témoigne la liste (Tableau 1) des entreprises américaines où ce type de proposition a obtenu un vote favorable en 2014-2015³. Certaines entreprises ont aussi cherché à éviter toute confrontation en proposant volontairement des règles d'accès aux procurations (Tableau 2).

Cet accès aux procurations de vote fait maintenant partie du paysage de la gouvernance américaine et il est très improbable que de grandes sociétés tentent de s'y opposer tant la ferveur des fonds institutionnels est grande pour ce nouveau droit. Cependant, il reste encore à mesurer les effets de ces initiatives sur la gouvernance d'entreprises cotées en Bourse.

2 La SEC cherche à introduire l'accès aux procurations depuis plusieurs années. Un historique plus détaillé est présenté à l'Annexe 1.

3 Au 8 septembre pour l'année 2015.

Tableau 1

Liste des sociétés où une proposition d'accès au processus de nomination des administrateurs par les actionnaires a été soumise au vote et a obtenu une majorité (2014-2015*)

Nom de la société	Cap. boursière en milliards US\$	Origine de la proposition	Seuil en % des actions	Période de détention	Plafond d'administrateurs en % du conseil	% des votes en faveur
Alliance Data Systems Corp.	15,39	Actionnaire	3%	3 ans	25 %	55,5 %
Alpha Natural Resources, Inc.	0,01	Actionnaire	3%	3 ans	25 %	65,9 %
American Electric Power Comp.	25,77	Actionnaire	3%	3 ans	25 %	66,5 %
Anadarko Petroleum Corp.	34,72	Actionnaire	3%	3 ans	25 %	58,7 %
Anthem, Inc.	37,16	Actionnaire	3%	3 ans	25 %	66,2 %
Apache Corporation	16,06	Actionnaire	3%	3 ans	25 %	92,4 %
Apartment Inv. & Mngt Comp.	5,45	Actionnaire	3%	3 ans	25 %	57,6 %
AvalonBay Communities, Inc.	21,34	Actionnaire	3%	3 ans	25 %	64,5 %
Avon Products, Inc.	1,92	Actionnaire	3%	3 ans	25 %	75,4 %
Big Lots, Inc.	2,38	Direction	3%	3 ans	25 %	89,3 %
CBL & Ass. Properties, Inc.	2,44	Actionnaire	3%	3 ans	25 %	68,9 %
CenturyLink, Inc.	14,74	Direction	3%	3 ans	20 %	95,8 %
CF Industries Holdings, Inc.	12,93	Actionnaire	3%	3 ans	25 %	56,9 %
Cheniere Energy, Inc.	13,27	Actionnaire	3%	3 ans	25 %	62,9 %
Chesapeake Energy Corp.	4,84	Direction	3%	3 ans	25 %	97,7 %
Chevron Corporation	144,18	Actionnaire	3%	3 ans	25 %	54,8 %
Cimarex Energy Co.	10,13	Actionnaire	3%	3 ans	25 %	56,1 %
Citigroup Inc.	153,49	Actionnaire	3%	3 ans	20 %	86,8 %
Cloud Peak Energy Inc.	0,24	Actionnaire	3%	3 ans	25 %	70,8 %

Nom de la société	Cap. boursière en milliards US\$	Origine de la proposition	Seuil en % des actions	Période de détention	Plafond d'administrateurs en % du conseil	% des votes en faveur
ConocoPhillips	58,22	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	53,8 %
Darden Restaurants, Inc.	8,78	Direction	3 %	3 ans	25 %	90,1 %
Devon Energy Corporation	16,50	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	57,9 %
DTE Energy Company	13,46	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	60,9 %
Duke Energy Corporation	46,99	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	61,7 %
eBay Inc.	32,26	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	59,3 %
Electronic Arts Inc.	20,69	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	53,3 %
EOG Resources, Inc.	42,23	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	50,5 %
EQT Corporation	11,15	Actionnaire	3 %	3 ans	n.d.	65,8 %
Equity Residential	25,18	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	56,0 %
Exelon Corporation	25,61	Direction	5 %	3 ans	20 %	52,1 %
Expeditors Int. of Washington	9,05	Direction	3 %	3 ans	20 %	69,1 %
Fidelity National Financial, Inc.	10,04	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	60,6 %
FirstEnergy Corp.	12,92	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	70,5 %
FirstMerit Corp.	2,87	Direction	3 %	3 ans	20 %	86,5 %
Freeport-McMoRan, Inc.	10,10	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	64,0 %
Hasbro, Inc.	9,41	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	68,4 %
HCP, Inc.	16,51	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	55,3 %
Hess Corporation	16,18	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	50,5 %
Kohl's Corporation	9,99	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	73,0 %
Marathon Oil Corporation	11,08	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	62,1 %
McDonald's Corporation	89,33	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	60,9 %
McKesson Corporation	44,81	Direction	3 %	3 ans	20 %	87,7 %

*en date du 8 septembre 2015 ; source des données : SharkRepellent.net

Tableau 1 (SUITE)

Liste des sociétés où une proposition d'accès au processus de nomination des administrateurs par les actionnaires a été soumise au vote et a obtenu une majorité (2014-2015*)

Nom de la société	Cap. boursière en milliards US\$	Origine de la proposition	Seuil en % des actions	Période de détention	Plafond d'administrateurs en % du conseil	% des votes en faveur
Murphy Oil Corporation	4,95	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	52,8 %
Netflix, Inc.	42,09	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	70,7 %
Occidental Petroleum Corp.	53,21	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	61,2 %
PPL Corporation	19,88	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	60,0 %
Precision Castparts Corp.	31,57	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	58,1 %
Range Resources Corporation	6,18	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	60,8 %
Republic Services, Inc.	14,00	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	89,0 %
Roper Technologies, Inc.	15,73	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	66,4 %
SBA Communications Corp.	14,74	Direction	5 %	3 ans	20 %	51,6 %
SLM Corporation	3,34	Direction	3 %	3 ans	20 %	92,1 %
Southwestern Energy Company	5,91	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	56,3 %
St. Jude Medical, Inc.	19,62	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	72,2 %
TCF Financial Corporation	2,56	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	59,9 %
The AES Corporation	7,53	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	66,1 %
The Priceline Group, Inc.	63,14	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	53,5 %
Verizon Communications Inc.	182,22	Direction	3 %	3 ans	20 %	94,0 %
Vertex Pharmaceuticals Inc.	31,07	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	58,3 %
Visteon Corporation	4,07	Actionnaire	3 %	3 ans	25 %	74,2 %

*en date du 8 septembre 2015 ; source des données : SharkRepellent.net

Tableau 2

Adoptions volontaires par des entreprises
(non soumises au vote)

	Seuil en % des actions	Période de détention	Plafond du nombre d'administrateurs	Plafond du nombre d'actionnaires pour former un groupe
General Electric, YUM ! Brands, Prudential Financial, Bank of America, Rite Aid, United Therapeutics, H&R Block, McKesson, The Coca-Cola Company (9 entreprises)	3 %	3 ans	20 % du conseil	Limite de 20
CF Industries, Arch Coal, Priceline Group (3 entreprises)	5 %	3 ans	20 % du conseil	Limite de 20
HCP, Cabot Oil & Gas, New York Community Bancorp (3 entreprises)	5 %	3 ans	20 % du conseil	Limite de 10
Boston Properties (1 entreprise)	3 %	3 ans	25 % du conseil	Limite de 5
Biogen (1 entreprise)	3 %	3 ans	25 % du conseil	Limite de 20

*Source : Avrohom J. Kess, "Proxy Access Proposals", Simpson Thacher & Bartlett LLP, 10 août 2015.
<http://corpgov.law.harvard.edu/2015/08/10/proxy-access-proposals/>, ajout de Coca-Cola au 3 septembre 2015.

Accès au processus de nomination au Canada

Au Canada, l'accès au processus de nomination des administrateurs existe déjà sous la forme de proposition d'actionnaires. Ainsi :

Les propositions peuvent faire état de candidatures en vue de l'élection des administrateurs si elles sont signées par un ou plusieurs actionnaires détenant au moins cinq pour cent des actions ou de celles d'une catégorie assorties du droit de vote lors de l'assemblée à laquelle les propositions doivent être présentées [...]»⁴.

Pour ce faire, « [l]a société doit, à la demande de l'auteur de la proposition, joindre ou annexer à la circulaire de la direction sollicitant des procurations un exposé établi par celui-ci à l'appui de sa proposition [...]. L'exposé et la proposition, combinés, comportent le nombre maximal de mots prévu par règlement »⁵. Selon le règlement en vigueur, le nombre de mots est limité à 500.

Pour soumettre une proposition, toute personne doit « avoir été [ou avoir eu l'appui de personnes], pendant au moins la durée réglementaire, le détenteur inscrit ou le véritable propriétaire [ou collectivement s'il s'agit d'un groupe] d'au moins le nombre réglementaire des actions de la société en circulation »⁶.

Le nombre réglementaire d'actions pour les propositions relatives à la nomination d'administrateurs est défini par la loi à 5 % des actions, tel que cité précédemment (le seuil est différent pour les propositions d'actionnaires d'autre nature). La durée, par contre, s'applique de façon uniforme et est définie par règlement : « [p]our l'application du paragraphe 137(1.1) de la Loi, [...] la durée est *la période de six mois* précédant le jour où est soumise la proposition de l'actionnaire »⁷. De plus, l'actionnaire doit demeurer détenteur des actions au moins jusqu'à la tenue de l'assemblée ; autrement, la société peut refuser d'inclure la proposition dans la circulaire de la direction.

Si le nombre total d'actionnaires sollicités (par un actionnaire souhaitant rassembler un groupe pour atteindre le seuil de participation requis) dépasse le nombre de 15, la sollicitation sera considérée comme orchestrée à titre d'actionnaire dissident. Ainsi, il reviendra à l'actionnaire en question d'assumer tous les coûts associés à l'envoi de la documentation à l'ensemble des actionnaires. Cette restriction limite donc le nombre d'actionnaires pouvant se regrouper pour atteindre le seuil de 5 % à quinze.

4 *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C. (1985), ch. C-44, art. 137 (4)

5 *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C. (1985), ch. C-44, art. 137 (3)

6 *Ibid.* art. 137 (1.1)

7 Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral (2001) (DORS/2001-512), paragraphe 46(b)

Fait intéressant, un règlement vient préciser certains cas particuliers, notamment celui où un actionnaire tenterait de faire nommer un ou des candidats à répétition après un échec au vote. Ainsi, dans la Loi, il est indiqué que la société n'est pas tenue de faire figurer les propositions d'un actionnaire dans la circulaire de la direction lorsqu'une « proposition à peu près identique figurant dans une circulaire de la direction ou d'un dissident sollicitant des procurations, a été présentée aux actionnaires à une assemblée tenue dans le délai réglementaire précédant la réception de la proposition et n'a pas reçu l'appui nécessaire prévu par les règlements »⁸. Le règlement précise que :

[...] l'appui nécessaire à la proposition de l'actionnaire est égal à l'un ou l'autre des pourcentages suivants :

- a) 3 % du nombre total des actions dont le droit de vote a été exercé, si la proposition a été présentée au cours d'une seule assemblée annuelle des actionnaires ;*
- b) 6 % du nombre total des actions dont le droit de vote a été exercé lors de la dernière présentation de la proposition aux actionnaires, si elle a été présentée lors de deux assemblées annuelles des actionnaires ;*
- c) 10 % du nombre total des actions dont le droit de vote a été exercé lors de la dernière présentation de la proposition aux actionnaires, si elle a été présentée lors d'au moins trois assemblées annuelles des actionnaires⁹.*

Aux yeux de la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance (CCGG), notamment, les restrictions existantes rendent le processus peu attrayant et peu efficace pour les actionnaires qui souhaiteraient l'utiliser, et ce, pour les raisons suivantes principalement : 1° absence d'exigences forçant à inclure l'information au sujet du candidat de l'actionnaire de façon équitable et au même endroit que les candidats de la direction ; 2° limite de 500 mots pour appuyer la candidature provenant de l'actionnaire alors que la réponse du conseil et/ou de la direction est illimitée ; 3° limite du nombre d'actionnaires pouvant former un groupe pour l'atteinte du seuil de participation requis, lui-même trop élevé pour les entreprises à grande capitalisation.

Néanmoins, l'accès au processus de nomination des administrateurs est déjà en place au Canada, et des balises sont inscrites dans la Loi et par voie de règlements. L'enjeu réside donc surtout dans la détermination des clauses de qualification des actionnaires et de restriction d'exercice, bien que des modifications apportées à celles-ci nécessiteraient vraisemblablement des changements à la Loi actuelle.

En pratique, que ce soit à cause des restrictions invoquées par la CCGG ou pour d'autres raisons, cette disposition de la loi canadienne n'a presque jamais été invoquée.

8 Loi canadienne sur les sociétés par actions, L.R.C. (1985), ch. C-44, art. 137 (5) d)

9 Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral (2001) (DORS/2001-512), paragraphe 51(1)

CHANGEMENTS RÉCENTS AU CANADA

Toutefois, cet enjeu a récemment pris du relief lors d'une consultation menée par Industrie Canada sur la Loi canadienne sur les sociétés par actions (LCSA), consultation dont un des objets portait justement sur cette question d'accès aux procurations. De nombreux commentaires ont été déposés et plusieurs intervenants se sont prononcés sur l'accès aux procurations (voir Tableau 3).

Tableau 3

Liste des organisations ayant émis un commentaire sur l'accès aux procurations dans le cadre de la consultation sur la Loi canadienne sur les sociétés par actions, et position adoptée par ces organisations en matière d'accès au processus de nomination

Commentaire émis par...	Pour	Contre
Alberta Investment Management Corp.	X	
Association du Barreau Canadien		X
Bennett Jones LLP		X
BlackRock	X	
Borden Ladner Gervais LLP		X
British Columbia Investment Management Corporation	X	
Coalition canadienne pour une bonne gouvernance	X	
Comptables Professionnels Agréés (CPA)	X	
Conseil du Patronat du Québec		X
Council of Institutional Investors	X	
Hermes Equity Ownership Services	X	
Institut des administrateurs de sociétés		X
International Corporate Governance Network	X	
Caisse de dépôt et placement du Québec	X	
Norton Rose Fulbright		X
Investissements PSP	X	
CPPIB	X	
OMERS	X	

Commentaire émis par...	Pour	Contre
Ontario Teachers Pension Plan	X	
Osler, Hoskin & Harcourt LLP		X
Pension Investment Association of Canada	X	
Qube Investment Management Inc.	X	
Royal London Asset Management	X	
Shareholder Association for Research and Education	X	
USS Investment Management Limited	X	

NOTE: L'IGOPP a participé à la consultation, mais ne s'est pas prononcé formellement pour ou contre le principe de l'accès aux procurations. Toutefois, l'IGOPP suggérait que la modification proposée devait maintenir un seuil à 5 %, mais d'ajouter une période de détention minimale de 2 ans si le législateur souhaitait aller de l'avant.

Il est à noter que tous les investisseurs institutionnels qui ont choisi d'exprimer un avis se sont prononcés en faveur de mesures modifiées d'accès au processus de nomination, alors que les études juridiques et les organismes représentant le milieu des affaires ont pris position contre cette initiative.

La CCGG a récemment pris formellement position en faveur de l'accès aux procurations, une position très démarquée par l'absence de toute exigence de période de détention minimale des actions pour avoir accès au processus de nomination. Néanmoins, cette position traduit l'importance que ce débat prend au Canada.

Si, au cours des 15 dernières années, les comités d'audit et de ressources humaines (en particulier sur le sujet de la rémunération) ont été tour à tour au centre de l'attention de tous les intervenants en gouvernance, **l'enjeu de l'accès aux procurations va placer les comités de nomination/ gouvernance au centre de ce débat.**

Proxy access ailleurs
dans le monde

—

L'accès au processus de nomination existe déjà dans d'autres juridictions. Au Royaume-Uni, par exemple, la loi est très similaire à celle du Canada. En effet, selon l'U.K. *Companies Act 2006*, un actionnaire peut soumettre une proposition visant la nomination d'un administrateur s'il détient 5 % des actions de la compagnie, et le texte d'accompagnement peut atteindre 1 000 mots. En Australie, la section 249 de la *Corporations Act 2001* prévoit exactement les mêmes restrictions (5 % - 1 000 mots). Dans les deux cas, il s'agit, comme au Canada, d'une proposition d'actionnaire, donc un format qui n'oblige en rien la direction et le conseil en place d'inclure les candidatures sur un pied d'égalité avec celles proposées par le comité de nomination.

D'autres pays ont été observés dans le cadre de différentes études (e.g. CFA Institute, 2015; Lortie, 2015), mais la culture et les règles en matière de gouvernance dans ces juridictions sont très éloignées du Canada.

En ce sens, nous retenons que les trois principales juridictions du Commonwealth ont en place un accès au processus de nomination des administrateurs par les actionnaires, mais que ce processus relève de la soumission de propositions d'actionnaires. Dans sa forme actuelle, ce processus demeure peu utilisé dans les trois pays.

Quels sont les arguments
favorables à l'accès au processus
de nomination des administrateurs
par les actionnaires ?

—

Il convient dans un premier temps de rappeler l'une de nos prises de position antérieure à l'égard de la légitimité des administrateurs (IGOPP, 2008) :

[L]es administrateurs d'une société doivent au premier chef être reconnus comme légitime dans ce rôle. Ce n'est que lorsque qu'un conseil est légitime, et parce qu'il l'est, qu'il peut et doit agir comme instance décisionnelle ultime ayant autorité sur la direction de l'entreprise. Cette légitimité provient de deux sources distinctes :

1. *Légitimité fondée sur l'indépendance des administrateurs vis-à-vis de la direction ainsi que sur un processus de nomination et d'élection qui assure une représentation adéquate des parties prenantes de l'organisation, et dans le cas d'entreprises cotées en Bourse, de leurs actionnaires ;*
2. *Légitimité fondée sur la détention d'une quantité importante d'actions et sur un engagement de longue durée envers l'entreprise.*

À la lumière de ce libellé, l'accès au processus de nomination par les actionnaires permet sans contredit un accroissement important de la légitimité du conseil. Il s'agit là d'un argument de poids. On pourrait aussi invoquer que ce droit est symétrique au droit inscrit à l'article 109 de la LCSA : *...les actionnaires peuvent, lors d'une assemblée extraordinaire, révoquer les administrateurs par résolution ordinaire.*

Outre cet argument de légitimité, les défenseurs des droits des actionnaires mettent de l'avant un ensemble d'arguments, lesquels sont discutés ci-après.

L'ACCÈS AU PROCESSUS CONTRIBUE EN LUI-MÊME À LA CRÉATION DE LA VALEUR POUR LES ACTIONNAIRES

Dans la mesure où la qualité du conseil exerce un effet bénéfique sur la performance de l'entreprise, le fait que les actionnaires puissent proposer des candidatures pour relever la compétence générale du conseil devrait influencer positivement sur la valeur boursière de la société.

La CCGG s'appuie fortement sur cet argument pour justifier sa prise de position, invoquant des études colligées par le CFA Institute qui en feraient la démonstration. Toutefois, l'appui empirique à cette thèse s'avère fragile et non convaincant lorsque les études en question sont soumises à un examen critique, ce que nous faisons à l'annexe II de ce texte.

Notons toutefois, à titre d'exemple, une étude récente portant sur les propositions d'actionnaires au sujet de l'accès aux procurations faites auprès des firmes du Fortune 250 en 2015 (rapportée par Copland et O'Keefe, 2015). Cette étude, sujette aux mêmes failles que toutes les autres, montre que lorsque les actionnaires d'une de ces firmes approuvent une proposition portant sur l'accès au processus de nomination, le prix de l'action de l'entreprise affichait un rendement inférieur de 2,3 % en moyenne par rapport à l'indice S&P 500. À l'inverse, lorsqu'ils se sont prononcés contre, le prix de l'action affichait un rendement supérieur de 0,5 % en moyenne.

ACCÈS À UNE LISTE ÉLARGIE DE CANDIDATS

Certains observateurs (par exemple la CCGG, 2015) invoquent le fait, par ailleurs non démontré, que les candidatures soumises au vote dans le système actuel tendent à refléter le réseau de connaissances des administrateurs en place (et parfois même celui du PDG), ou encore que ces candidatures sont sélectionnées de façon à choisir des membres de conseil qui épousent la vision dominante et le statu quo.

L'accès au processus de nomination par les actionnaires permettrait d'élargir le bassin de candidats potentiels, d'assurer une réelle indépendance d'esprit (ce qui peut différer du concept habituel d'indépendance en gouvernance) face aux autres administrateurs, ainsi qu'apporter une perspective nouvelle à la haute direction.

RÉPLICATION DU DROIT DE NOMINATION LORS DE L'ASSEMBLÉE ANNUELLE

La majorité des actionnaires de sociétés publiques sont désormais des fonds de placement dispersés géographiquement et peu d'entre eux participent aux assemblées annuelles. Lors de l'assemblée annuelle, la grande majorité des votes ont déjà été soumis par voie de procurations; alors un candidat qui serait proposé au cours de l'assemblée n'aurait aucune chance d'être élu.

Or, la SEC justifiait en partie son changement réglementaire par le fait que le nouveau règlement donnant aux actionnaires accès aux nominations d'administrateurs aurait pour effet de répliquer le plus fidèlement possible le droit de nomination lors des assemblées annuelles. Cette façon de faire devait donner aux actionnaires la possibilité de voter sur une liste de candidats supérieurs en nombre aux postes à pourvoir. La volonté de répliquer les droits réservés à la seule assemblée annuelle constitue une demande répétée de commentateurs issus des milieux académiques (i.e. Bebchuk, 2003, 2009; Bebchuk et Hirst, 2010).

FAVORISE LE DIALOGUE ENTRE ADMINISTRATEURS ET ACTIONNAIRES

Depuis plusieurs années, les grands fonds institutionnels, les caisses de retraite et les agences de conseil en vote militent pour un dialogue accru entre les actionnaires et les administrateurs. Ce dialogue est important, mais celui-ci n'est pas formellement encadré dans les règles de gouvernance actuelle. Selon ses partisans, l'accès au processus de nomination assurerait la mise en place d'un dialogue continu entre les actionnaires et le conseil, et permettrait donc à certains égards aux actionnaires d'influencer le processus décisionnel du conseil (en faveur, présume-t-on, de la maximisation de la valeur pour les actionnaires).

OFFRE AUX ACTIONNAIRES UN MÉCANISME D'INTERVENTION PLUS EFFICACE QUE LE RECOURS AUX COURSES AUX PROCURATION (*PROXY FIGHTS*) OU À LA RÉVOCATION DU CONSEIL

Quand la performance d'une entreprise décline, ou pour toutes autres raisons valides, les actionnaires doivent avoir accès à un mécanisme de secours pour changer des membres (ou tous les membres) du conseil d'administration. Ce mécanisme existe : il s'agit de présenter une liste alternative de candidats à l'ensemble des actionnaires, mécanisme mieux connu sous le nom de course aux procurations. Ces courses sont coûteuses pour leur initiateur puisqu'il doit en assumer tous les coûts. De plus, le fait que la liste soit distincte des nominations du conseil rend la campagne plus ardue.

Ainsi, la SEC indiquait dans sa réglementation originale que le fait d'inclure les candidats des actionnaires sur le même formulaire de procurations (grâce à l'accès aux procurations), en plus d'en faire assumer les coûts par l'entreprise, rendrait ce mécanisme beaucoup plus efficace et accessible.

AGIT COMME FACTEUR DE MOTIVATION SUPPLÉMENTAIRE POUR ASSURER UNE MEILLEURE PERFORMANCE DES MEMBRES DU CONSEIL

Certains chercheurs universitaires, dont Bebchuk (2003), ainsi que certains gestionnaires de fonds partagent une croyance bien ancrée que le monde des affaires est dominé par des dirigeants d'entreprises opportunistes bafouant les intérêts des actionnaires. Alors la "crainte" d'une élection contestée et le "risque" électoral qui en résulterait deviendraient un aiguillon à la performance, une source de motivation supplémentaire pour les membres du conseil. Chacun voudrait s'assurer de conserver son poste et s'assurerait de livrer une performance accrue pour éviter le risque de perdre son siège en cas d'élection contestée.

PEUT FACILITER LA PROMOTION D'UNE DIVERSITÉ DE COMPÉTENCES SUR LE CONSEIL

Les actionnaires pourraient profiter de l'accès au processus de nomination pour combler ce qu'ils estimerait être des lacunes en matière de compétences ou de diversité s'ils jugent que le comité de nomination n'a pas fait correctement son travail en ce sens. Dans un tel cas, les actionnaires ont déjà un autre recours efficace : celui de voter contre les membres du comité de nomination !

Quels sont les arguments
contre l'accès au processus
de nomination des administrateurs
par les actionnaires ?

—

UNE GOUVERNANCE PAR UN CONSEIL D'ADMINISTRATION PLUTÔT QU'UNE GOUVERNANCE PAR LES ACTIONNAIRES : C'EST LA LOI !

La vision traditionnelle de la gouvernance corporative, ancrée dans la loi et les traditions, octroie au conseil d'administration, une fois élu par les actionnaires, la responsabilité de prendre toutes les décisions dans l'intérêt de la société. Cette responsabilité et cette imputabilité incluent, entre autres, la nomination des membres de la haute direction et l'établissement de leur rémunération, la déclaration de dividendes, la nomination des membres du conseil pour élection, l'approbation des orientations stratégiques et des budgets.

Tel que noté en introduction au présent document, une tendance marquée s'est manifestée au cours des dernières années pour élever le concept de gouvernance centrée sur les actionnaires en remplacement de la vision plus conventionnelle d'une gouvernance limitée au seul conseil d'administration.

L'accès au processus de nomination par les actionnaires constituerait une nouvelle interférence par les actionnaires dans un domaine de responsabilité **qui est implicitement conférée** au conseil d'administration par la LCSA¹⁰.

En effet, comme l'ont écrit Allaire et Rousseau (2014) :

[L]a loi canadienne sur les sociétés par actions (LCSA) stipule clairement que les conseils d'administrations doivent agir dans l'intérêt de la société. La Cour suprême du Canada a interprété la portée de cette responsabilité dans deux jugements relativement récents : Magasins à rayons Peoples Inc. c. Wise (2004) et BCE Inc. c. Détenteurs de débentures (2009).

Ces deux jugements sont péremptoires : le conseil, dans sa démarche de prise de décision, ne doit accorder aucun traitement préférentiel aux intérêts des actionnaires ni à ceux de toute autre partie prenante mais doit exclusivement agir dans l'intérêt de la société dont ils sont administrateurs.

Ce cadre juridique semble favorable à ce que le conseil d'administration soit composé de personnes capables de représenter les intérêts de multiples parties prenantes. Or, même si la loi accorde aux seuls actionnaires le droit d'élire les membres du conseil d'administration, ceux-ci ne peuvent réclamer du conseil qu'il soit exclusivement dédié aux intérêts des actionnaires. Partant de ce constat, il est curieux que l'on veuille **accorder aux actionnaires le droit de nommer des administrateurs qui ne seraient choisis qu'en fonction de leurs seuls intérêts.**

10 **102.** Sous réserve de toute convention unanime des actionnaires, les administrateurs gèrent les activités commerciales et les affaires internes de la société ou en surveillent la gestion

122. Les administrateurs et les dirigeants doivent, dans l'exercice de leurs fonctions, agir :

- a) avec intégrité et de bonne foi au mieux des intérêts de la société ;
- b) avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, en pareilles circonstances, une personne prudente.

Cela rejoint l'opinion de plusieurs juristes américains (e.g. Bainbridge, 2002, 2006 ; Stout, 2007 ; Strine, 2006, 2014) qui remettent tout simplement en question le modèle de l'entreprise publique avec les actionnaires comme seule partie prenante.

L'ACCÈS AUX PROCURATIONS PEUT AVOIR DES EFFETS PERVERS SUR LA DYNAMIQUE INTERNE DES CONSEILS

Parmi les arguments décrits plus tôt comme favorables à cette mesure, aucun n'est plus pernicieux que celui voulant que le climat de « peur » que susciterait chez les membres du conseil la possibilité d'être soumis à un vote contesté inciterait les membres de conseil à une plus haute performance.

Or, les conséquences associées à la perte d'un poste d'administrateur pour un individu peuvent être lourdes tant sur le plan économique qu'en termes de réputation ; et cela est vrai pour les candidats déjà en place comme pour les nouveaux candidats proposés par les actionnaires.

Des questions évidentes surgissent immédiatement : comment les actionnaires peuvent-ils évaluer la performance individuelle des membres du conseil ? Comment un administrateur réussirait-il à convaincre les actionnaires de la qualité de sa propre performance ? Le risque d'être publiquement humilié par un rejet électoral susciterait, nature humaine oblige, une concurrence larvée entre les membres d'un même conseil, des stratégies d'autopromotion, etc.

Soumis au risque et à l'arbitraire d'une élection contestée, les administrateurs chercheraient à promouvoir leurs contributions personnelles auprès des investisseurs institutionnels. En toute éventualité, comment les actionnaires appelés à choisir entre plusieurs candidats décideraient-ils pour quel candidat voter, quel candidat rejeter avec un bulletin de vote comportant plus de candidats que de sièges disponibles ?

Les fonds institutionnels de plus petite taille s'en remettront-ils encore aux agences de conseil en vote de procuration (comme **ISS** ou **Glass Lewis**), décuplant encore leur influence sur la gouvernance des entreprises publiques ? Celles-ci proposeront comme c'est leur habitude des critères facilement observables pour établir ce choix : âge des administrateurs, nombre d'années au conseil, etc., en fait des critères arbitraires, puisque non reliés à la performance réelle.

Une fois ces critères bien compris, il est fort probable que les entreprises tenteront de remplacer des administrateurs de façon préventive pour éviter des situations conflictuelles avec leurs actionnaires significatifs. Ainsi, des administrateurs se verraient montrer la porte de sortie parce qu'ils ne satisfont plus aux critères arbitraires sélectionnés par les agences de conseil en vote sans tenir compte de leur contribution réelle.

Plus probable encore, les conseils d'administration entreprendront des démarches auprès d'investisseurs institutionnels se préparant à proposer leurs propres candidats pour chercher un terrain d'entente ; ces négociations occultes mèneront souvent à ce que **certains des candidats souhaités par les actionnaires institutionnels deviennent les candidats présentés par la direction** et par conséquent par la mise au rancart d'administrateurs considérés, plus ou moins justement, comme plus faibles.

L'ACCÈS AUX PROCURATIONS AU COURS DE PÉRIODES SUCCESSIVES SOULÈVE D'ÉPINEUX PROBLÈMES

La question des nominations successives soulève de nombreuses interrogations qui illustrent toute la complexité du processus.

Si un groupe d'actionnaires nomme et fait élire 25 % du conseil chaque année, ce groupe peut techniquement obtenir 100 % des sièges en quatre ans avec une participation de 3 % à 5 % (selon le seuil retenu). Des règles devraient donc restreindre la possibilité pour un groupe d'actionnaires dont les candidats ont été élus (tous ou en partie ?) de présenter de nouveaux candidats tant et aussi longtemps que des candidats élus siègent toujours au conseil. Mais le groupe peut-il être constitué de membres différents l'année suivante ? Mais certains membres de ce groupe peuvent-ils se joindre à un autre groupe ou est-ce qu'une interdiction formelle devrait être imposée de façon à ce que tous les membres d'un groupe donné ne puissent pas joindre les rangs d'un groupe différent au cours de l'année suivante (ou les deux années subséquentes) ?

Si des candidats d'actionnaires sont élus au conseil, des actionnaires différents peuvent-ils nommer d'autres candidats l'année suivante ? Considérant que cela peut faire en sorte que 50 % du conseil soit composé de nouveaux membres en 2 ans, devrait-on ajouter une clause faisant en sorte que, lorsque des candidats d'actionnaires sont élus, aucune nomination d'actionnaires ne sera considérée l'année subséquente ?

Si les candidats d'un groupe d'actionnaires ne sont pas élus, le même groupe peut-il les représenter l'année suivante ? Des conditions supplémentaires s'appliqueront-elles ?

UN DOUBLE PROCESSUS DE NOMINATION PEUT CAUSER DE SÉRIEUX PROBLÈMES DE COMPOSITION DU CONSEIL

Un comité de nomination choisit normalement avec soin les candidats retenus. Pour la sélection, on tient compte bien sûr des compétences spécifiques du candidat, de ses aptitudes et habiletés, de son expérience, et de tous les autres éléments qu'un excellent candidat pourrait afficher sur son curriculum vitae. Mais la sélection tient également compte de facteurs additionnels et parfois intangibles : compétences complémentaires avec l'équipe déjà en place, capacité de travailler avec l'équipe, personnalité fonctionnelle avec celle des autres membres, etc. Ainsi, des facteurs humains jouent un rôle majeur dans un cadre de sélection, et c'est ce qui crée une dynamique fonctionnelle pour un groupe dont le rôle est de prendre des décisions d'importance (Leblanc et Gillies, 2005).

Sharfman (2011) prétend que l'accès aux processus de nomination par les actionnaires ne peut que se traduire par une démarche qui s'appuie sur une information considérablement inférieure à celle détenue par les administrateurs. Considérant la nature contemporaine de l'actionnariat des entreprises cotées en Bourse, il serait illusoire de s'attendre à ce que les actionnaires prennent véritablement le temps d'évaluer les candidats en fonction d'une grille de compétences, d'analyser chaque candidatures comme le ferait un comité de nomination/gouvernance).

Des membres externes nommés selon des critères de sélection étrangers à ceux régissant le maintien d'une dynamique efficace au conseil risquent d'en miner la cohésion interne, de provoquer l'émergence de factions et de miner la confiance mutuelle des administrateurs. Rien n'est plus dysfonctionnel pour une société qu'un climat toxique au sein de son conseil d'administration.

DÉTOURNEMENT DU PROCESSUS

Parmi les inquiétudes soulevées par les opposants à l'accès au processus de nomination vient la crainte que des groupes d'intérêts détournent le processus à leur avantage. De tels groupes, souvent porteurs de causes bien précises (ex. causes sociales, environnementales ou religieuses), s'ils parvenaient à faire élire des membres au conseil s'attendraient à ce que ceux-ci militent exclusivement en faveur des intérêts qu'ils représentent sans nécessairement tenir compte du bien-être de l'organisation dans son ensemble.

Évidemment, en l'absence de balises (comme une période de détention minimale des actions), on peut aisément imaginer que des fonds de couverture activistes – ou toute autre forme d'investisseurs à court terme – puissent menacer d'utiliser l'accès au processus de nomination afin de contraindre la direction et le conseil d'obtempérer à leurs demandes. Il s'agirait là d'une ouverture béante dont saurait profiter ce segment d'investisseurs, pour qui les coûts associés à leur modèle d'affaires seraient réduits considérablement.

HÉTÉROGÉNÉITÉ DES ACTIONNAIRES

Les actionnaires ne forment pas un bloc monolithique; ils sont diversifiés et changeants, avec des obligations et objectifs différents (Lipton et Rosenblum, 2003). Les objectifs d'un directeur de portefeuille pour un fonds qui doit livrer un rendement annuel supérieur à la moyenne pour conserver ses investisseurs diffèrent probablement d'investisseurs à la Warren Buffett ou Stephen Jarislowsky pour qui l'horizon d'investissement se mesure à long terme. Comment croire que le candidat nommé par le premier type d'actionnaires servira les intérêts des seconds ?

L'INDÉPENDANCE DES ADMINISTRATEURS

Quelles que soient les stipulations juridiques, la nomination d'administrateurs par un groupe d'actionnaires peut faire craindre que la personne ainsi nommée se sente mandatée pour représenter les intérêts des actionnaires qui l'ont proposée. Or, un tel résultat mettrait en doute la sacro-sainte indépendance des administrateurs vis-à-vis de ce sous-groupe d'actionnaires.

Position de l'IGOPP

—

Au bout du compte, cet enjeu de l'accès au processus de nomination des administrateurs par les actionnaires nous offre le choix entre trois voies distinctes : 1) favoriser l'accès au processus en le rendant obligatoire par voie réglementaire ; 2) permettre aux actionnaires de déterminer les règles d'accès par voie de propositions d'actionnaires¹¹ ; 3) s'opposer à la facilitation de l'accès aux procurations par les actionnaires.

LA VOIE CHOISIE PAR L'IGOPP

Pour les raisons présentées dans ce texte, l'IGOPP estime **que donner aux actionnaires accès au processus de nomination des administrateurs serait mal avisé et risquerait de produire des effets pervers sur la gouvernance des sociétés cotées en Bourse**. L'IGOPP s'oppose donc à la facilitation de l'accès au processus de nomination des administrateurs par les actionnaires.

L'accès au processus de nomination des administrateurs est déjà prévu dans la Loi canadienne et il y est balisé par voie de règlements. Cependant, ce processus demeure imparfait, notamment au niveau du traitement des candidatures des actionnaires comparativement à celles issues du processus de nomination du conseil.

11 Tel que discuté antérieurement, cette option nécessiterait toutefois des modifications législatives et réglementaires.

Toutefois, l'IGOPP recommande aux comités de nomination des conseils d'administration de mettre en place un processus robuste de consultation auprès des actionnaires de la société et de s'obliger à faire rapport dans la Circulaire de sollicitation de procurations par la direction sur la démarche suivie et les critères retenus lors de la nomination de tout nouvel administrateur. Ces comités devraient également divulguer comment l'entreprise se conforme à l'instruction générale 58-201 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, à la Partie 3, aux sections 3.12 à 3.14¹².

12 Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance, Partie 3. Sections 3.12 à 3.14:

3.12 Avant de proposer ou de nommer des candidats au poste d'administrateur, le conseil d'administration devrait adopter une procédure comportant les étapes suivantes:

- (A) la prise en compte des compétences et aptitudes que le conseil, dans son ensemble, devrait posséder, eu égard au fait que les compétences et les aptitudes peuvent varier selon les émetteurs;
- (B) l'appréciation des compétences et aptitudes que possède chacun des administrateurs actuels; il est peu probable qu'un des administrateurs possède toutes les compétences et aptitudes nécessaires au conseil. Il faut plutôt envisager le conseil comme un groupe au sein duquel chacun fait son apport. Il faut aussi porter attention à la personnalité et aux autres qualités de chaque administrateur, du fait que ce sont elles, en fin de compte, qui pourraient déterminer la dynamique au sein du conseil.

Le conseil devrait également considérer la taille appropriée du conseil, dans le souci de favoriser l'efficacité de la prise de décisions.

Dans l'exercice de chacune de ces fonctions, le conseil devrait prendre en compte l'avis et l'apport du comité des candidatures.

3.13 Le comité des candidatures devrait être responsable de trouver des personnes qualifiées pour devenir administrateurs et de recommander au conseil les candidats à présenter à la prochaine assemblée annuelle des actionnaires.

3.14 Dans l'élaboration de ses recommandations, le comité des candidatures devrait considérer :

- (a) les compétences et les aptitudes que le conseil juge nécessaire de posséder dans son ensemble;
- (b) les compétences et les aptitudes que le conseil juge que chaque administrateur actuel possède;
- (c) les compétences et les aptitudes que chaque nouveau candidat apportera au conseil.

Le comité des candidatures devrait également évaluer si chaque nouveau candidat a suffisamment de temps et de ressources à consacrer aux fonctions d'administrateur.

AUTRES OPTIONS ÉVALUÉES, MAIS REJETÉES

Même si nous avons pris position contre l'accès au processus de nomination par les actionnaires, nous avons néanmoins soigneusement analysé les deux autres voies qu'il était possible de prendre. Pour les raisons invoquées précédemment, nous sommes contre un accès au processus de nomination obligatoire, avec des balises fixées par les autorités réglementaires (règlementation universelle).

La seconde voie, soit de permettre aux actionnaires de soumettre au vote de tous les actionnaires une proposition détaillée d'accès au processus de nomination, mérite une certaine réflexion, bien que, pour les raisons citées plus haut, nous n'adhérons pas à cette possibilité. Toutefois, comme cette initiative reçoit un appui massif chez les investisseurs institutionnels en ce moment, nous avons cru utile de proposer en notre Annexe III un examen de tous les aspects de cette démarche de nomination d'administrateurs par les actionnaires ainsi que les interrogations précises auxquelles on devrait apporter des réponses.

Conclusion

—

Si l'accès au processus de nomination des administrateurs par les actionnaires peut sembler au premier abord une démarche susceptible de relever la légitimité des administrateurs, ce qui serait souhaitable, cet objectif se bute à la résistance des faits et trébuche sur les multiples dysfonctions que son adoption risque de provoquer :

- L'usurpation d'une responsabilité historiquement dévolue exclusivement au conseil ;
- Le postulat implicite, mais faux, de cette démarche à l'effet que les administrateurs n'ont de compte à rendre qu'aux seuls actionnaires et ne sont imputables que de l'intérêt des actionnaires ;
- Les enjeux de réputation des administrateurs soumis à une élection contestée et les comportements d'autoprotection que cela susciterait ;
- Les risques bien réels de négociation occulte entre la direction et les investisseurs s'apprêtant à faire des propositions de nomination ;
- L'influence démesurée dont jouiraient les agences de conseil en vote par procuration dont les clients attendraient des recommandations de vote sur les candidats en présence ;
- Le risque que l'indépendance des administrateurs issus de nomination par des actionnaires soit contaminée en fait ou en perception ;
- Le risque que n'émergent au conseil des factions et un climat délétère nuisibles au bon fonctionnement du conseil ;
- La constitution d'un conseil comportant des lacunes d'expérience ou de compétence ;
- Le risque que le processus soit détourné au profit de groupes d'actionnaires ayant des intérêts particuliers.

Pour l'ensemble de ces raisons, nous croyons que l'accès aux procurations, dans la forme proposée, n'est pas une voie à poursuivre dans le cadre de la gouvernance au Canada.

Annexes

—

ANNEXE I

L'accès au processus de nomination des administrateurs : une préoccupation récurrente à la SEC

Aux États-Unis, c'est en 1942 que la *Security and Exchange Commission* (SEC – l'autorité réglementaire des marchés financiers) propose un premier règlement visant à permettre aux actionnaires de nommer directement des candidats par l'entremise du formulaire de sollicitation de procurations. Or, la réponse des entreprises à l'époque fut unanime : un tel règlement serait dévastateur puisqu'il conduirait à la nomination de candidats non qualifiés en plus de créer de la confusion au moment du vote en raison d'un trop grand nombre de candidats.

La SEC a abandonné le projet temporairement, et des amendements ont été codifiés (officiellement en 1976) de façon à exclure toute proposition d'actionnaire visant la nomination ou l'élection d'un administrateur (modification apportée à la règle 14a-8 portant sur les propositions d'actionnaires). Ainsi, il devenait impossible d'utiliser le processus traditionnel de soumission de proposition d'actionnaire à cette fin. La SEC est toutefois revenue à la charge, sans succès, en 1991, en 1992, puis avec une proposition beaucoup plus vigoureuse en 2003.

C'est dans la foulée de la Sarbanes-Oxley, peu après les nombreux scandales (Enron et les autres), que la SEC souhaitait réduire le climat d'insatisfaction et de méfiance en proposant aux actionnaires un accès direct au processus de nomination. La règle 14a-11 a donc été proposée pour la première fois, appuyée fortement par certains membres influents issus des cercles académiques. Toutefois, de nombreux praticiens (avocats et juges) et représentants corporatifs ont également fait campagne, invoquant plusieurs arguments déjà soulevés 60 ans plus tôt. L'applicabilité du règlement a été jugée trop complexe, et la SEC a donc remis la proposition une fois de plus.

En 2007, la SEC a dû de nouveau reculer face aux virulentes oppositions des milieux d'affaires (en particulier par le *Business Roundtable*, un regroupement de PDG des plus importantes sociétés américaines). Mais la crise financière de 2008 a encore une fois ouvert la porte à une nouvelle tentative sous l'égide de la loi Dodd-Frank adoptée en juillet 2010. Cette fois fut la bonne, puisque une nouvelle proposition de réglementation imposant l'accès aux procurations a obtenu un vote majoritaire des commissaires (3 contre 2) en février 2009, et la règle 14a-11 est officiellement entrée en vigueur le 24 août 2010. Pour ce faire, la règle 14a-8 a été modifiée pour permettre des propositions d'actionnaires visant à modifier l'accès au processus de nomination des administrateurs.

La règle n'a pas été en vigueur très longtemps. En effet, un mois plus tard, le *Business Roundtable* a remis en question la légalité de la règle adoptée par la SEC, et la cause a été portée à la *D.C. Circuit Court of Appeals*. Le 4 octobre 2010, la SEC annonce la suspension temporaire de l'application de la règle 14a-11 en attente du jugement de la Cour. Celle-ci s'est prononcée le 22 juillet 2011, et le verdict fut très sévère à l'endroit de la SEC. En effet, la Cour critiqua le manque d'analyses coûts-bénéfices en appui au règlement, le caractère arbitraire de plusieurs balises fixées par règlement, en plus de ne pas réussir à démontrer de façon convaincante que l'accès au processus de nomination des administrateurs aurait pour conséquence d'améliorer la performance des conseils et des entreprises, et résulterait en une création de valeur pour les actionnaires.

La SEC a décidé de ne pas en appeler de la décision, ce qui aurait poussé la cause en Cour Suprême, et a donc suspendu encore une fois indéfiniment l'idée d'appliquer le règlement. Toutefois, la modification au règlement 14a-8 n'a pas été contestée par le Business Roundtable, et n'a donc pas été invalidée par la Cour. Ce changement, qui était intimement rattaché à l'application de la règle 14a-11, a désormais pour effet de permettre à des actionnaires de soumettre une proposition visant à modifier les statuts de la compagnie pour donner accès au processus de nomination des administrateurs directement par les actionnaires. Cette brèche n'est pas passée inaperçue. Ainsi, plusieurs investisseurs institutionnels, agences de conseil en vote, bureaux d'avocats et universitaires se sont mis à proposer diverses balises afin d'encadrer ce processus. Les arguments en faveur et contre l'accès au processus de nomination se sont multipliés, et le débat s'est enflammé.

Depuis 2014, le nombre de propositions à cet effet a grimpé en flèche. Le *Board Accountability Project*, une initiative du Bureau du contrôleur de la ville de New York (administrant plusieurs caisses de retraite), est à lui seul à l'origine de propositions dans 75 sociétés différentes en 2015. Certaines entreprises ont décidé de soumettre volontairement des propositions en ce sens afin d'éviter la confrontation éventuelle. Bref, la question gagne en importance et se retrouve désormais à l'avant-plan de la scène en gouvernance.

ANNEXE II

Un examen de certaines études prétendant démontrer un effet économique positif relié à l'accès au processus de mise en nomination d'administrateurs par les actionnaires

Le *Chartered Financial Analyst (CFA) Institute* a procédé à une méta-analyse des recherches qui ont été menées à la suite des événements de 2010-2011 ; l'objectif des auteurs était de démontrer l'effet d'une réglementation (sur l'accès au processus de nomination des administrateurs) sur la capitalisation boursière globale des entreprises qui y seraient assujetties. Ceux-ci concluent qu'une telle réglementation permettrait d'accroître la capitalisation boursière totale aux États-Unis d'un montant compris entre 3,5 et 140,3 milliards de dollars. Bien sûr, la tranche supérieure de la fourchette a marqué l'imaginaire, et le document du *CFA Institute* est maintenant cité en première instance comme « preuve » qu'une réglementation favoriserait une création de valeur pour les actionnaires.

Cependant, en observant individuellement les études retenues par le CFA Institute, nous constatons une réalité beaucoup plus nuancée. En effet, les cinq études discutées ne sont pas unanimes sur les effets (au moins l'une d'entre elles montre des effets négatifs), et on remarque que les auteurs ont délibérément choisi d'exclure deux études dont les résultats montrent des rendements anormaux négatifs (et donc une destruction de valeur) à la suite d'analyses événementielles portant sur l'accès aux procurations.

Même parmi les études convenant d'un effet plutôt favorable, les conclusions ne sont pas aussi fermes et catégoriques. Cohn et al. (2012), par exemple, précisent que leurs résultats démontrent qu'une réglementation favorisant l'accès aux procurations entraîne une destruction de valeur lorsque la base d'actionnaires est composée d'investisseurs sympathiques à l'endroit des droits des travailleurs. Becker et al. (2013), pour leur part, nuancent leurs résultats en indiquant que l'annonce du changement réglementaire ne constituait pas une des raisons majeures des variations des prix de l'action lors des jours à l'étude¹³ ; de plus, les résultats sont non significatifs lorsque la fenêtre étudiée excède 3 jours (aucun effet significatif sur la variation du prix de l'action au-delà de 2 jours). Jochem (2012) précise que

13 Le coefficient R^2 oscille autour de 0,01 pour les différentes régressions proposées par les auteurs, ce qui signifie, en termes simples, que le changement réglementaire expliquerait environ 1 % de la variation du prix des actions au cours de la journée observée, 99 % de la variation étant expliquée par d'autres facteurs non mesurés par l'étude.

ses résultats montrent que la réforme de l'accès aux procurations n'a eu que de faibles répercussions sur les marchés; il n'a trouvé aucun changement dans la valorisation des firmes 1) à grande capitalisation, 2) qui ont peu de mesures contre les prises de contrôle hostiles, et 3) dans lesquelles aucun investisseur n'aurait eu accès aux procurations à la suite du changement réglementaire. Campbell et al. (2012) trouvent par ailleurs une réaction positive du marché à l'annonce du changement réglementaire, mais leur échantillon est limité aux firmes de grandes envergure (des résultats cependant en opposition avec ceux de Jochem [2012]); de plus, en considérant les cas individuels plutôt que la moyenne, 101 des 392 firmes étudiées par Campbell et al. (2012) affichaient un rendement négatif.

Le *CFA Institute* a décidé de ne pas retenir les études de Larcker et al. (2011) et Akyol et al. (2012), en invoquant des lacunes méthodologiques. Nous pourrions toutefois identifier des lacunes similaires dans les études finalement retenues.

Bref, les résultats contradictoires des études sous-jacentes à la méta-analyse du *CFA Institute* ne permettent en aucun cas de conclure à une réelle création de valeur à la suite d'un changement réglementaire visant à promouvoir l'accès au processus de nomination.

ANNEXE III

Principales clauses et balises

Les positions adoptées par plusieurs fonds institutionnels et agences de conseil en vote sont présentées au Tableau 4.

Tableau 4

Position adoptée par différents intervenants

Commentaire émis par...	Seuil en % des actions	Période de détention	Plafond du nombre d'administrateurs
Coalition canadienne (CCGG)	3% [†]	Aucune !	20 % du conseil
Institutional Shareholder Services (ISS)	Max. 3 %	Max 3 ans	25 % du conseil
Council of Institutional Investors (CII)	Entre 3 % et 5 %	Min. 2 ans	Moins de 50 %
Boardroom Accountability Project	Min. 3 %	Min. 3 ans	25 % du conseil
SEC	3 %	3 ans	25 % du conseil
T. Rowe Price	3 %	Entre 2 et 3 ans	n.d.
Norges Bank	Max. 3 %	Max 3 ans	20 % du conseil
CalPERS	3 %	Min. 2 ans	Moins de 50 %
CalSTRS	3 %	3 ans	Moins de 50 %
Glass Lewis ^{††}	Minimum requis	Période requise	Plafond requis
Blackrock ^{††}	Inv. substantiel	Période requise	≠ prise de contrôle
TIAA-CREF	3 %	3 ans	25 % du conseil
Vanguard	5 %	3 ans	Max. 20 % du conseil

[†]5 % pour les entreprises de capitalisation boursière inférieure à 1 milliard de dollars

^{††}Analyse au cas par cas, donc pas d'indicateurs précis

Voici une description des clauses retenues, de même qu'une brève discussion des enjeux soulevés par chacune d'entre elles.

1) Seuil de participation requis pour donner l'accès au processus de nomination des administrateurs

Il semble généralement acquis que le privilège d'accès au processus de nomination soit réservé aux actionnaires dits « significatifs ». Ce seuil varie considérablement selon les observateurs, mais le 3 % qu'avait retenue la SEC semble assez près de ce qui constitue un minimum pour certains ou un maximum pour d'autres, donc un seuil acceptable pour la majorité. Dans les versions préliminaires de la réglementation proposée par la SEC, on retrouvait toutefois des nuances en fonction de la taille des entreprises.

3 % d'une société ayant une capitalisation boursière de 100 millions de dollars représente 3 millions de dollars en investissement pour atteindre le seuil, alors que 300 millions de dollars sont requis pour atteindre le même seuil dans une société ayant une capitalisation boursière de 10 milliards de dollars. Bref, cela crée des différences importantes en fonction de la taille, et l'accès au processus est donc largement facilité dans les entreprises plus petites relativement aux grandes capitalisations.

La CCGG propose donc deux seuils : 5 % pour les capitalisations de moins de 1 milliard de dollars, et 3 % pour celles qui excèdent ce seuil.

L'idée de proposer des seuils variables apparaît intéressante de prime abord, mais le premier constat, dans ce cas-ci, est que la valeur en dollars diffère grandement autour du point de rupture (49 millions\$ pour une entreprise valant 980 millions\$ et 30 millions\$ pour une entreprise qui vaut 1 milliard\$). Les plateaux de changement de seuil devraient donc tenir compte de ce que représente la valeur en dollars pour assurer une forme équité. La façon de traiter des enjeux relatifs au seuil passe habituellement par la création de plateaux : 5 % jusqu'à 1 milliard\$ de capitalisation boursière, et 3 % pour toute valeur au-delà d'un milliard\$, en termes de valeur économique investie (et non en termes de votes).

De plus, quelle date devrait être retenue pour fixer le seuil ? La capitalisation boursière à la fin du dernier exercice ? À la date de l'achat de la dernière action permettant d'atteindre le seuil ? La capitalisation boursière fluctue quotidiennement, ce qui complique l'intégration d'une formule à différents paliers. Un critère basé sur l'inscription à la TSX ou à la TSXV pourrait par contre être évalué pour faciliter la mise en application.

Si la question de la modulation en fonction de la taille constitue en soi une difficulté, il convient également de résoudre deux autres points : 1° si le seuil est établi en pourcentage, s'agit-il d'un pourcentage des actions ou des droits de vote ? Cette nuance est importante, particulièrement dans une juridiction comme le Canada où les actionnaires de contrôle par actions à vote multiple sont nombreux ; 2° les actions empruntées, ou toute forme de produits dérivés, peuvent-ils être considérés dans le calcul pour atteindre le seuil prescrit ? Seules les actions détenues en propre sont habituellement considérées pour l'atteinte des seuils, ce qui nous apparaît être une position empreinte de sagesse ; la participation doit également être maintenue jusqu'à la tenue de l'assemblée annuelle des actionnaires.

2) Regroupement d'actionnaires

Un actionnaire peut-il solliciter d'autres actionnaires afin de former un groupe de taille suffisante pour atteindre le seuil de participation minimal? Le regroupement d'actionnaires est considéré comme légitime par la plupart des intervenants, mais jusqu'à quelle taille le groupe demeure-t-il acceptable? Cette seconde précision ne fait pas l'unanimité, mais plusieurs propositions semblaient osciller autour d'une limite de 20 actionnaires. La SEC ne prévoyait pas de limite, tout comme la position de la CCGG. Évidemment, plus la taille du groupe est élevée, plus les risques associés au maintien de la participation sont élevés. De plus, les nominations doivent faire l'objet d'un consensus au sein du groupe d'actionnaires puisque celui-ci agit à titre d'entité unique (avec un représentant officiel) au moment de déposer la proposition. Un groupe plus grand et plus dispersé rend les discussions plus difficiles.

Un plafond de regroupement permet à la société d'identifier plus facilement les actionnaires susceptibles de former un groupe pouvant mener à une participation suffisante. Cela permet à la société d'engager un dialogue en amont avec ses actionnaires significatifs (ce qui ne requiert pas un accès aux procurations).

3) Période de détention préalable

Cette clause de qualification est probablement celle qui génère le plus de divergences d'opinions.

La CCGG s'est récemment positionnée à l'encontre de toute forme de période de détention minimale, justifiant cette décision par le fait que « le comportement passé ne constitue pas nécessairement une indication de l'intention future, et on ne peut pas assumer qu'un actionnaire qui a acheté des actions récemment n'a pas une perspective à long terme »¹⁴. D'autres estiment que des privilèges accordés après une période de détention minimale contribuent à créer deux classes d'actionnaires.

Néanmoins, il s'agit d'une façon d'offrir un avantage aux actionnaires durables, tout en limitant l'utilisation du processus par des actionnaires de passage.

Des investisseurs institutionnels, comme Blackrock, estiment que toute proposition d'accès au processus de nomination doit contenir une forme d'assurance que « le mécanisme ne sera pas sujet d'abus par des investisseurs à court-terme »¹⁵, ce qui sous-entend l'appui à une forme de période de détention minimale.

À l'exception de la CCGG, tous les intervenants appuient l'idée d'une période de détention minimale, celle-ci variant de 1 an à 5 ans, avec la proposition de la SEC à 3 ans qui reflète encore une fois un point milieu jugé relativement acceptable par tous (voir Tableau 3).

Avec la montée de l'activisme actionnarial (dont les objectifs diffèrent grandement de l'esprit derrière la favorisation de l'accès au processus de nomination), une période de détention minimale nous apparaît comme étant impérative.

4) Plafond de candidats admissibles

Cette clause vise à restreindre le nombre de candidats pouvant être soumis par des actionnaires utilisant l'accès aux procurations.

En général, on observe une tendance à fixer le plafond autour de 20-25 % des membres du conseil. Ce plafond vise à éviter une prise de contrôle complète du conseil avec un seuil de participation peu élevé (3 % par exemple). Le plafond est également accompagné d'un seuil en nombre entier pour des conseils comprenant moins d'administrateurs (généralement un minimum de 1 administrateur).

Ce plafond doit être accompagné de plusieurs balises pour en préciser la portée, lesquelles sont discutées notamment aux points 5 et 6.

14 Traduction libre de l'anglais, texte original dans la position de la CCGG (référence complète en fin de document), p.16

15 Traduction libre de l'anglais, texte original dans Blackrock, Proxy voting guidelines for U.S. securities, February 2015, p.7.

5) Maintien de la participation par l'actionnaire ou le groupe d'actionnaires après les nominations

La Loi canadienne est déjà claire à cet effet : il faut minimalement maintenir la participation jusqu'au moment de l'assemblée où le vote sera tenu. Mais on voit parfois des propositions qui exigent un maintien de la participation jusqu'à l'élection suivante (un an après le vote) si le candidat proposé est élu.

Serait-il logique qu'un actionnaire (ou un groupe d'actionnaires) puisse nommer des candidats administrateurs, et qu'il puisse vendre sa participation après coup ? Mais peut-on attacher un actionnaire à conserver ses actions ? Les réponses à de telles interrogations ne sont pas simples.

6) Possibilité de nominations successives

Si un actionnaire peut proposer et faire élire 25 % du conseil à chaque année, il peut techniquement obtenir 100 % des sièges en 4 ans avec une participation de 3 % à 5 % (selon le seuil retenu). Des règles devraient donc s'ajouter pour restreindre la possibilité de présenter de nouvelles candidatures tant que des représentants d'actionnaires siègent au conseil.

La question des nominations successives soulève de nombreuses interrogations qui illustrent toute la complexité du processus :

- Un même groupe d'actionnaires peut-il nommer des administrateurs deux années consécutives (ou plus) ? Dans l'affirmative, y a-t-il une limite au nombre de nominations successives ? Dans la négative, une période d'abstention doit-elle être respectée ?
- Si des candidats d'actionnaires sont élus au conseil, d'autres actionnaires peuvent-ils en nommer d'autres l'année suivante ? Considérant que cela peut faire en sorte que 50 % du conseil soit composé de nouveaux membres en 2 ans, devrait-on ajouter ***une clause faisant en sorte que, lorsque des candidats d'actionnaires sont élus, aucune nomination d'actionnaires ne sera considérée l'année subséquente ?***
- Des membres d'un groupe peuvent-ils constituer un groupe différent l'année suivante pour procéder à de nouvelles nominations ?
- Si les candidats d'un groupe d'actionnaires ne sont pas élus, le même groupe peut-il les représenter l'année suivante ? Des conditions supplémentaires s'ajoutent-elles ?

Sans réponses à de telles interrogations, une règle d'accès aux procurations risque d'ouvrir la porte à des événements imprévus et non souhaitables.

7) Détermination de la priorité lors de nominations multiples

Si plusieurs actionnaires ou groupes d'actionnaires souhaitent présenter des candidats à la même élection, des critères de sélection doivent être établis pour limiter le nombre final de candidats au plafond établi en clause principale. Généralement, on donne la priorité à l'actionnaire (ou groupe d'actionnaires) ayant la participation la plus élevée.

8) Processus de présentation des candidats issus de l'accès aux procurations

Où doivent se retrouver les candidatures des actionnaires comparativement aux candidatures traditionnelles? Doivent-elles avoir droit au même traitement (nombre de mots pour la description, même bulletin de vote, etc.)? L'information au sujet des actionnaires soumettant les candidatures devrait-elle être divulguée?

Combien de mots pour décrire chaque candidat? Où se retrouve le nom des candidats des actionnaires sur le formulaire de sollicitation de procurations? Ces précisions visent à établir le traitement réservé aux candidats des actionnaires dans le processus menant au vote.

9) Assurance visant à restreindre les possibilités de prise de contrôle

Les actionnaires utilisant l'accès au processus de nomination doivent-ils signer une déclaration d'intention à l'égard d'une éventuelle prise de contrôle?

10) Indépendance des administrateurs

Quelles règles doit-on mettre en place pour s'assurer que les candidats des actionnaires sont indépendants et siégeront dans l'intérêt de la société et de ses parties prenantes ?

La question de l'indépendance des représentants des actionnaires constitue assurément un enjeu (peuvent-ils être rémunérés par l'actionnaire qui les nomme en plus d'être rémunérés à titre d'administrateurs ? sont-ils réellement indépendants et servent-ils les intérêts des autres actionnaires et parties prenantes ?).

Références

—

-
- Akyol, Ali C., Wei Fen Lim, et Patrick Verwijmeren "Shareholders in the Boardroom : Wealth Effects of the SEC's Proposal to Facilitate Director Nominations", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47, No. 5, Oct. 2012, pp. 1029-1057.
 - Allaire, Y. « L'indépendance des administrateurs : un enjeu de légitimité », *Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques*, Prise de position no 3, Septembre 2008.
 - Allaire, Y. et M. Firsirotu (2003) "Changing the Nature of Governance to Create Value", *C.D. Howe Institute Commentary*, No. 189, Novembre 2003.
 - Allaire, Y. et M. Firsirotu. *Stratégies et moteurs de performance : Les défis et les rouages du leadership stratégique*, Montréal : Éditions de la Chenelière McGraw-Hill, 2004, 566p.
 - Allaire, Y. et S. Rousseau. « Gouvernance et parties prenantes : L'obligation du conseil d'administration d'agir dans l'intérêt de la société », *IGOPP*, 15 juillet 2014.
 - Bainbridge, Stephen M., "Why a board? Group decisionmaking in corporate governance", *Vanderbilt Law Review*, Vol. 55, no. 1, 2002, pp.1-54.
 - Bainbridge, Stephen M., "Director primacy and shareholder disempowerment", *Harvard Law Review*, Vol. 199, 2006.
 - Bebchuk, Lucian A., "The Case for Shareholder Access to the Ballot", *The Business Lawyer*, Vol. 59, 2003, pp. 43-66.
 - Bebchuk, Lucian A. (co-signé par quatre-vingts professeurs), *Comment Letter of a Bi-Partisan Group of Eighty Professors of Law, Business, Economics, or Finance in Favor of Facilitating Shareholder Director Nominations*, Lettre adressée à Mme Elizabeth M. Murphy (U.S. Securities and Exchange Commission), 17 août 2009.
 - Bebchuk, Lucian A., et Scott Hirst, "Private Ordering and the Proxy Access Debate", *The Business Lawyer*, Vol. 65, No. 2, Février 2010, pp. 329–360.
 - Becker, Bo, Daniel Bergstresser et Guhan Subramanian, "Does Shareholder Proxy Access Improve Firm Value? Evidence from the Business Roundtable's Challenge", *Journal of Law & Economics*, Vol. 56, No. 1, 2013, pp. 127-160.
 - Blackrock, *Proxy voting guidelines for U.S. securities*, February 2015.
 - Canadian Coalition for Good Governance, "Shareholder involvement in the director nomination process : enhanced engagement and proxy access", CCGG Policy, May 2015.
 - CFA Institute, *Proxy access in the United States : Revisiting the Proposed SEC rule*, August 2014.

- Cohn, Jonathan B., Stuart L. Gillan and Jay C. Hartzell, "On Enhancing Shareholder Control : A (Dodd-) Frank Assessment of Proxy Access", *document de travail disponible sur SSRN*, August 21, 2014.
- Copland, James A. et Margaret M. O'Keefe. *Proxy Monitor: Report on Corporate Governance and Shareholder Activism*. Manhattan Institute, 2015, 30p.
- Gregory, Holly J. "Is Proxy Access Inevitable?", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, August 3, 2015.
- Grundfest, Joseph A. "The SEC's Proposed Proxy Access Rules: Politics, Economics, and the Law", *Stanford Law School and The Rock Center on Corporate Governance*, 6 octobre 2009.
- Jochem, Torsten, "Does Proxy Access Increase Shareholder Wealth? Evidence from a Natural Experiment", *University of Pittsburgh*, document de travail disponible sur SSRN, avril 2012.
- Keller, Stanley. "What Now for Proxy Access?" *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, August 18, 2011.
- Kess, Avrohom J., « Proxy Access Proposals », *Simpson Thacher & Bartlett LLP*, 10 août 2015. <<http://corpgov.law.harvard.edu/2015/08/10/proxy-access-proposals/>>
- Kominsky, Jeff. "Access Granted: Proxies and the SEC", *Entrepreneurial Business Law Journal*, Vol. 2, no 1, 2007, pp.573-592.
- Larcker, David F., Gaizka Ormazabal et Daniel J. Taylor "The market reaction to corporate governance regulation", *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, no. 2, 2011, pp. 431-448.
- Leblanc, Richard et James Gillies. *Inside the Boardroom: How boards really work and the coming revolution in corporate governance*, Wiley, 2005, 288p.
- Lipton, Martin et Steven A. Rosenblum. "Election Contests In the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come", *The Business Lawyer*, Vol. 59, No. 1, Novembre 2003, pp.67-94.
- Lortie, Pierre, "The nomination of corporate directors: The case for well delineated responsibilities", *Dentons*, document de travail, 27 juillet 2015.
- New York City Pension Funds Proxy Access Shareowner Proposal, *Boardroom Accountability Project*, 2015.
- Sharfman, Bernard S. "Why Proxy Access is Harmful to Corporate Governance", *Journal of Corporation Law*, Vol. 37, No. 2, 2011, pp.387-413.

-
- Stout, Lynn A. "The Mythical Benefit of Shareholder Control", *Virginia Law Review*, Vol. 93, No. 3, Mai 2007, pp. 789-809.
 - Stratmann, Thomas and J.W. Verret, "Does shareholder proxy access damage share value in small publicly traded companies?", *Stanford Law Review*, Vol. 64, June 2012, pp.1431-1468.
 - Strine Jr, Leo E. "Towards a true corporate republic: A traditionalist response to Lucian's solution for improving corporate America", *John M. Olin Center for Law, Economics, and Business*, Harvard, Discussion Paper #541, 2006.
 - Strine Jr, Leo E. "Can we do better by ordinary investors? A pragmatic reaction to the dueling ideological mythologists of corporate law", *Columbia Law Review*, Vol. 114, 2014, pp.449-502.
 - U.S. Chamber of Commerce, "U.S. Chamber Joins Business Roundtable in Lawsuit Challenging Securities and Exchange Commission", *Press release*, September 28, 2010.

À propos de l'IGOPP

Créé en 2005 par deux établissements universitaires (HEC Montréal et l'Université Concordia-École de gestion John-Molson) ainsi que par l'Autorité des marchés financiers et la Fondation Stephen Jarislowsky, l'Institut sur la gouvernance (IGOPP) est devenu un centre d'excellence en matière de gouvernance. De plus, l'IGOPP est unique en Amérique du Nord par ses activités de recherche, ses programmes de formation, ses prises de position et ses interventions dans les débats publics.

L'IGOPP s'est affirmé comme référence incontournable pour tout sujet de gouvernance tant dans le secteur privé que dans le secteur public.

NOTRE MISSION

- Renforcer la gouvernance fiduciaire dans le secteur public et privé ;
- Faire évoluer les sociétés d'une gouvernance strictement fiduciaire vers **une gouvernance créatrice de valeurs®** ;
- Contribuer aux débats et à la solution de problèmes de gouvernance par des prises de position sur des enjeux importants ainsi que par une large diffusion des connaissances en gouvernance.

NOS ACTIVITÉS

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**

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



Robert Greenhill

Fondateur
Canada Global



Chaviva Hošek, Ph. D.

Professeure
École de politiques publiques et
de gouvernance, Université de Toronto



Michel Magnan, Ph. D., MSRC, FCPA, FCA, ASC

Professeur et titulaire de la chaire de
gouvernance d'entreprise Stephen A. Jarislowsky
École de gestion John Molson, Université Concordia



Louis Morisset

Président et directeur général
Autorité des marchés financiers



Michel Nadeau

Directeur général
Institut sur la gouvernance (IGOPP)



Guylaine Saucier

Administratrice de sociétés



Yvan Allaire, Ph. D. (MIT), MSRC

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



Paule Doré

Administratrice de sociétés



Steve Harvey, Ph. D.

Doyen
École de gestion John Molson,
Université Concordia



Stephen Jarislowsky

Président du conseil
Jarislowsky Fraser Limitée



Andrew T. Molson

Président du conseil
RES PUBLICA



Marie-José Nadeau

Présidente
Conseil mondial de l'énergie
(Londres, Royaume-Uni)



Robert Parizeau

Président du conseil
AON Parizeau



Sebastian van Berkomp

Président et chef de la direction
van Berkomp & Associés

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

Pour plus d'informations et pour les mises à jour, consultez notre site web :

www.igopp.org



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**