

6.2

Réglementation et instructions générales

6.2 RÉGLEMENTATION ET INSTRUCTIONS GÉNÉRALES

6.2.1 Consultation

Document de consultation 54-401 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières : Examen de l'infrastructure du vote par procuration

L'Autorité des marchés financiers publie, en version française et anglaise, le texte suivant :

- Document de consultation 54-401 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières : *Examen de l'infrastructure du vote par procuration*.

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **13 novembre 2013**, en s'adressant à :

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : (514) 864-6381
Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Renseignements additionnels

Des renseignements additionnels peuvent être obtenus en s'adressant à :

Michel Bourque
Conseiller en réglementation
Direction de la réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4466
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
michel.bourque@lautorite.qc.ca

Marie-Josée Normand-Heisler
Conseillère en réglementation
Direction de la réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4464
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
marie-josée.normand-heisler@lautorite.qc.ca

Le 15 août 2013.



Canadian Securities
Administrators

Autorités canadiennes
en valeurs mobilières

Document de consultation 54-401 des ACVM

Examen de l'infrastructure du vote par procuration

Le 15 août 2013

Table des matières

Partie 1	Introduction	
1.1	Le vote des actionnaires et son importance pour les marchés financiers canadiens	
1.2	Lien entre le vote par procuration et le vote des actionnaires	
Partie 2	Survol du document de consultation	
2.1	Objet du document de consultation	
2.2	Structure du document de consultation	
Partie 3	Facteurs contribuant à la complexité du vote par procuration	
3.1	Système de détention au moyen d'un intermédiaire	
3.2	Prêt d'actions	
3.3	Utilisation des services d'agents de vote	
3.4	La notion de propriétaire véritable opposé et de propriétaire véritable non opposé	
Partie 4	Aperçu de l'infrastructure du vote par procuration	
4.1	Production de la liste de votants	
4.2	Envoi des documents et sollicitation des instructions de vote	
4.3	Collecte des instructions de vote et transmission des votes par procuration au compilateur officiel	
4.4	Compilation des votes	
Partie 5	Questions nécessitant un examen plus approfondi	
5.1	Rapprochement des votes	
	5.1.1	Incidence du prêt d'actions sur la production des listes de votants
	5.1.2	Procurations générales et procurations restreintes
	5.1.3	Surdéclaration et survote
5.2	Système complet de confirmation des votes	
Partie 6	Autres préoccupations	
6.1	Incidence de la notion de propriétaire véritable opposé et de propriétaire véritable non opposé sur l'intégrité du vote	
6.2	Incapacité du gestionnaire de placements de voter en raison d'un manque d'information sur les comptes gérés	
6.3	Responsabilité des fournisseurs de services	
Partie 7	Prochaines étapes	
Partie 8	Consultation	
Partie 9	Questions	
Annexes		
Annexe A	Aperçu du fonctionnement d'une assemblée d'actionnaires	
Annexe B	Pluralité des cadres juridiques applicables aux systèmes de détention au moyen d'un intermédiaire	
Annexe C	Examens du vote par procuration réalisés aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Australie et en France	

Partie 1 – Introduction

1.1 Le vote des actionnaires et son importance pour les marchés financiers canadiens

Le droit de voter sur les questions touchant les sociétés constitue une caractéristique fondamentale de la propriété d'actions au Canada.

Le droit des sociétés accorde aux actionnaires le droit de voter relativement à l'élection des administrateurs et à leur remplacement, et le droit d'approuver la nomination d'un auditeur. Qui plus est, les actionnaires peuvent aussi approuver certaines opérations et certains changements fondamentaux, notamment des opérations donnant lieu à un changement de contrôle ou une vente importante d'actifs.

Les actionnaires bénéficient également d'importants droits de vote en vertu de la législation en valeurs mobilières. Les émetteurs assujettis doivent obtenir l'approbation des actionnaires minoritaires pour certains types d'opérations particulières¹. Nous avons récemment publié pour consultation un projet de cadre réglementaire des régimes de droits des actionnaires, notamment une proposition qui permettrait aux actionnaires de voter pour approuver un régime de droits adopté par un conseil ou pour y mettre fin².

Enfin, les bourses exigent également que les actionnaires exercent leurs droits de vote dans certaines situations. Les politiques de la Bourse de Toronto prévoient l'approbation des actionnaires pour certains types d'opérations ayant un effet dilutif, et la communication détaillée des votes par procuration obtenus par les administrateurs³. La Bourse de Toronto envisage également d'imposer aux sociétés inscrites le scrutin à la majorité⁴. De son côté, la Bourse de croissance TSX exige l'approbation des actionnaires dans le cas de mesures importantes touchant la société, notamment un changement dans les activités, une prise de contrôle inversée et certaines opérations admissibles de sociétés de capital de démarrage⁵.

Le vote des actionnaires constitue sans contredit l'un des moyens les plus importants pour eux d'influer sur la gouvernance, de communiquer leurs préférences et d'exprimer leur confiance ou leur mécontentement quant à la gestion et à la surveillance d'un émetteur. Les émetteurs

¹ Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières (février 2008).

² Avis de consultation – *Projet de Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs, Projet d'Instruction générale relative au Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs et Projets de modifications corrélatives* (14 mars 2013). L'Autorité des marchés financiers a également publié simultanément le document de consultation intitulé *Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières dans les mesures de défense*, en vue de solliciter des commentaires sur une approche différente de celle envisagée dans le projet des ACVM (14 mars 2013).

³ Voir le paragraphe *c* de l'article 611 de la partie VI du Guide à l'intention des sociétés de la TSX.

⁴ Modifications proposées à la partie IV du Guide à l'intention des sociétés de la TSX (4 octobre 2012), en ligne à l'adresse suivante : http://tmx.complinet.com/fr/display/display_main.html?rbid=2077&element_id=1283.

⁵ Politique 5.2, *Changements dans les activités et prises de contrôle inversées*, du Guide de financement des sociétés de la Bourse de croissance TSX.

comptent eux aussi sur le vote des actionnaires pour confirmer l'approbation des opérations importantes touchant la société et pour des questions de gouvernance, comme les régimes de droits des actionnaires ou les régimes d'options d'achat d'actions. Le vote des actionnaires est donc essentiel à nos marchés financiers et en favorise la qualité et l'intégrité.

1.2 Lien entre le vote par procuration et le vote des actionnaires

Les actionnaires votent lors d'une assemblée⁶. Par le passé, sous le régime de la common law, ils devaient assister en personne aux assemblées pour pouvoir exercer leur droit de vote. En revanche, si les statuts constitutifs de la société le permettaient, l'actionnaire pouvait nommer une autre personne, un **fondé de pouvoir**, pour assister et agir en son nom à une assemblée de la même façon et avec les mêmes pouvoirs que si lui-même y assistait. La nomination se faisait au moyen d'un document écrit, désigné comme un « document de procuration ». Avec le temps, l'utilisation de l'expression « procuration » est en venue graduellement à désigner le document écrit qui donne à une personne le pouvoir de voter, alors que la personne qui se voit accorder ce pouvoir est mieux connue sous le nom de **détenteur de procuration** ou **prête-nom**⁷.

Avec l'évolution des marchés des valeurs mobilières et la multiplication des sociétés ouvertes, il est devenu de moins en moins probable que les actionnaires puissent assister et voter en personne lors des assemblées. Au Canada, il aura fallu attendre vers la moitié du 20^e siècle pour que la législation sur les sociétés accorde aux actionnaires le droit d'assister et de voter par procuration aux assemblées. Or, la législation sur les sociétés et sur les valeurs mobilières n'a prescrit un système détaillé de procurations qu'après le dépôt du rapport du comité Kimber de 1965 (le « **rapport Kimber** »). Les recommandations formulées dans ce rapport ont inspiré les réformes de la législation sur les sociétés et sur les valeurs mobilières qui ont instauré le régime actuel de vote par procuration⁸, qui repose sur les éléments suivants :

- la sollicitation obligatoire de procurations auprès des actionnaires par la direction;
- une forme prescrite de formulaire de procuration pour la direction et toute autre personne sollicitant des procurations;
- la transmission obligatoire d'une circulaire de sollicitation de procurations par la direction ou d'autres personnes sollicitant des procurations.

À l'heure actuelle, les droits de vote sont, pour la plupart, exercés par procuration. L'exactitude du vote par procuration est donc garante de la légitimité du vote des actionnaires et favorise la confiance dans nos marchés financiers. L'efficacité de ces derniers est grandement tributaire de la façon dont les actionnaires exercent leurs droits de vote.

⁶ Pour un exposé plus détaillé sur le fonctionnement d'une assemblée d'actionnaires, se reporter à l'annexe A. Dans le document de consultation, nous utilisons l'expression « actionnaire » pour désigner l'ensemble des porteurs de titres en général.

⁷ *Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario* (mars 1965), page 49; Kevin P. McGuinness, *Canadian Business Corporations Law*, 2d. ed. (2007: LexisNexis Canada Inc.), page 1177.

⁸ Welling, *Corporate Law in Canada: The Governing Principles*, 2d. ed. (1991: Butterworths Canada Ltd.), page 499.

En pratique, le vote par procuration concerne des organisations, des systèmes, des règles juridiques et des pratiques du marché qui assurent la sollicitation, la collecte, l'envoi et la compilation des votes par procuration en vue d'une assemblée d'actionnaires, que nous désignons comme l'« **infrastructure du vote par procuration** ».

Les émetteurs et les investisseurs partagent un intérêt : une infrastructure fiable et transparente du vote par procuration qui permet de réduire les coûts de transaction, de minimiser le pouvoir discrétionnaire lors du traitement des votes et d'accorder à chaque vote sa pleine pondération. Ils ont récemment exprimé un manque de confiance à l'égard de la fiabilité de l'infrastructure du vote par procuration et ont entamé des échanges pour traiter de ces enjeux. En voici les principaux exemples :

- la publication d'un document de discussion par Davies Ward Phillips & Vineberg, S.E.N.C.R.L., s.r.l. intitulé « The Quality of the Shareholder Vote in Canada », en octobre 2010⁹;
- le colloque sur le vote des actionnaires (Shareholder Voting Symposium) tenu en juin 2011 et organisé par RBC Dexia Investor Services Limited (**RBC Dexia**), en collaboration avec la British Columbia Investment Management Corporation et la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance¹⁰;
- le sommet "Shareholder Democracy Summit", de la Canadian Society of Corporate Secretaries (**CSCS**), qui a eu lieu en octobre 2011¹¹.

Or, il semble qu'au final, les émetteurs et les investisseurs ne peuvent avoir un accès suffisant à l'information sur d'importants pans de l'infrastructure du vote par procuration ni de contrôle sur ceux-ci. Il leur est donc difficile d'évaluer la fiabilité de l'infrastructure, *dans son ensemble*. L'évaluation est toutefois primordiale puisque la valeur et la pondération du vote par procuration d'un investisseur sont touchées par tous les autres votes par procuration qui ont été sollicités, recueillis, envoyés et compilés. Par exemple, pour l'investisseur qui est propriétaire de 100 actions, la pondération relative de ses actions diminue lorsque les droits de vote rattachés à un plus grand nombre d'actions sont exercés et, inversement, augmente lorsque les droits de vote rattachés à un moins grand nombre d'actions sont exercés. De surcroît, plus il y a d'actionnaires qui votent dans le même sens que l'investisseur, plus ce dernier atteindra les résultats de vote souhaités. Il faut donc adopter une approche globale pour l'examen de l'infrastructure du vote

⁹ Davies Ward Phillips & Vineberg, S.E.N.C.R.L., s.r.l., *The Quality of the Shareholder Vote in Canada* (22 octobre 2010), p. 64, en ligne à l'adresse suivante : <<http://www.dwpv.com/Sites/shareholdervoting/index.htm>>. [Document de Davies]

¹⁰ RBC Dexia, *A Case for Change: Shareholder voting symposium summary report* (octobre 2011), en ligne à l'adresse suivante : <http://www.cscs.org/Resources/Documents/summit/Resources/RBC%20Dexia%20Shareholder_voting_report%20FINAL.pdf>. [Rapport de Dexia]

¹¹ CSCS Shareholder Democracy Summit, en ligne à l'adresse suivante : <<http://www.cscs.org/SummitResources>>. See also CSCS, *Shareholder Democracy Summit Inaugural Report* (24 et 25 octobre 2011), en ligne à l'adresse suivante : <<http://www.cscs.org/Resources/Documents/summit/Summit%20Repor.pdf>>. [CSCS Inaugural Report]

par procuration afin que le vote d'un investisseur soit équitablement représenté (et non sous-représenté ou surreprésenté).

La plus grande présence des investisseurs institutionnels au nombre des actionnaires de sociétés ouvertes, la participation d'investisseurs activistes dans les fonds spéculatifs et la plus grande volonté des actionnaires en général de défier le conseil et la direction de sociétés sur des questions de gouvernance et de rendement ont contribué à l'augmentation notable du nombre de courses aux procurations au cours des dernières années. Nous nous attendons à ce que cette tendance se maintienne et accentue la pression sur l'infrastructure du vote par procuration.

Compte tenu de l'importance du vote par procuration pour nos marchés financiers et des difficultés auxquelles les émetteurs et les investisseurs se butent dans l'évaluation de la fiabilité de l'infrastructure du vote par procuration dans son ensemble, nous estimons que les autorités en valeurs mobilières devraient participer plus activement à l'examen de l'infrastructure du vote par procuration. Une telle participation est en phase avec notre mission visant, notamment, à favoriser l'équité, l'efficacité et la vigueur des marchés financiers¹².

Partie 2 – Survol du document de consultation

2.1 Objet du document de consultation

Nous publions le document de consultation (le « **document de consultation** ») afin de présenter notre projet de démarche visant à répondre aux préoccupations exprimées sur l'intégrité et la fiabilité de l'infrastructure du vote par procuration, et de consulter les émetteurs, investisseurs et autres intervenants à cet égard. Les deux sujets suivants feront l'objet d'un examen plus approfondi puisqu'ils sont, à notre avis, plus susceptibles de nuire à l'exactitude et à la fiabilité de l'infrastructure du vote par procuration :

1. *Est-il possible de rapprocher les votes avec exactitude dans l'infrastructure du vote par procuration?*

Le rapprochement des votes s'entend du processus par lequel les votes par procuration des actionnaires inscrits et les instructions de vote des propriétaires véritables des actions sont rapprochés avec les titres intermédiés du système de détention au moyen d'un intermédiaire¹³. Nous avons dégagé deux défis principaux en matière de rapprochement. Tout d'abord, le système de détention au moyen d'un intermédiaire fait en sorte que des droits multiples sont associés à une seule action. En l'absence d'un système efficace de rapprochement, il y a un risque que des votes par procuration valides envoyés au compilateur soient en fin de compte rejetés, ne pouvant être rapprochés adéquatement avec une procuration générale appropriée ou une position inscrite. Enfin, le prêt d'actions entraîne le risque que les droits de vote rattachés à une même action soient exercés à maintes reprises. Nous souhaitons savoir si l'infrastructure du vote par procuration permet de relever adéquatement ces défis en matière de rapprochement.

¹² Énoncé de mission des ACVM, en ligne à l'adresse suivante : <http://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/presentation_des_ACVM.aspx?ID=78&LangType=1036>.

¹³ Les titres intermédiés et le système de détention au moyen d'un intermédiaire sont décrits à la partie 3.

2. *Quel type de système de confirmation des votes de bout en bout devrait être ajouté à l'infrastructure du vote par procuration?*

Un système de confirmation des votes de bout en bout s'entend d'une communication remise aux actionnaires les informant que leurs votes par procuration et instructions de vote ont été transmis en bonne et due forme par les intermédiaires, qu'ils ont été reçus par le compilateur et compilés conformément aux instructions. Actuellement, l'infrastructure du vote par procuration n'offre pas un tel système aux propriétaires véritables d'actions, mais des efforts sont déployés en ce sens. Nous croyons que l'absence d'une telle fonctionnalité peut miner la confiance dans l'exactitude et la fiabilité des résultats du vote par procuration. Nous souhaitons revoir l'état d'avancement actuel d'un tel système et réfléchir aux caractéristiques qui devraient y être intégrées.

Ces sujets sont plus amplement décrits à la partie 5 du document.

Bien que d'autres questions relatives au vote par procuration aient été soulevées par les participants au marché¹⁴, le document de consultation est axé sur les questions directement liées à l'exactitude, à la transparence et à l'intégrité de l'infrastructure du vote par procuration. Cependant, si des participants au marché souhaitent formuler des commentaires sur d'autres questions, nous en tiendrons compte dans le cadre de notre surveillance et examen continu du système de vote par procuration.

Nous publions le document de consultation pour une période de 90 jours et sollicitons des commentaires sur la pertinence de nous pencher plus particulièrement sur les deux sujets mentionnés ci-dessus et pour vérifier si nous avons posé les bonnes questions sur chacun d'eux. Nous posons également d'autres questions qui pourraient aussi être pertinentes.

La consultation prend fin le **13 novembre 2013**.

2.2 Structure du document de consultation

Le document de consultation est structuré de la façon suivante :

- la partie 3 expose quatre facteurs qui semblent avoir contribué ou qui, selon certains, contribuent à la complexité du vote par procuration et aux défis en matière de rapprochement des votes;
- la partie 4 détaille les principales fonctions de l'infrastructure du vote par procuration;
- la partie 5 présente les deux sujets mentionnés ci-dessus et les questions que nous posons à leur égard;

¹⁴ Au nombre de ces questions, on compte notamment le « vote vide », l'anonymat pour les propriétaires véritables, les indications relatives au rapprochement des votes prévues par le protocole de procuration de la Securities Transfer Association of Canada (STAC), le pouvoir discrétionnaire accordé aux présidents d'assemblées d'actionnaires de statuer sur les procurations, les frais de sollicitation des courtiers et le rôle des personnes sollicitant des procurations. Ces questions ne seront pas abordées expressément dans le document de consultation.

- la partie 6 pose d'autres questions pour lesquelles nous souhaitons des réponses afin de mieux comprendre si le processus de collecte, d'envoi et de compilation des votes par procuration de l'infrastructure est fiable et intègre;
- la partie 7 présente les prochaines étapes proposées.

Partie 3 – Facteurs contribuant à la complexité du vote par procuration

En théorie, le vote par procuration est très simple : la direction de l'émetteur fait parvenir à chaque actionnaire inscrit à son registre le formulaire de procuration et la circulaire de sollicitation de procurations prescrits, et l'actionnaire signe la procuration et la retourne à la direction avec ses instructions sur la façon dont il souhaite voir ses droits de vote exercés. Or, en réalité, il s'agit d'un processus bien plus complexe. Nous soulignons cependant qu'un processus complexe ne se traduit pas nécessairement par un manque d'intégrité. Cela dit, il peut être difficile de juger de la fiabilité de l'infrastructure du vote par procuration justement en raison de sa complexité.

D'après les commentaires reçus antérieurement¹⁵ et notre propre examen, il semble que les principaux facteurs contribuant à la complexité du vote par procuration et aux défis en matière de rapprochement des votes soient les suivants :

- le système de détention de titres au moyen d'un intermédiaire qui assure la compensation et le règlement;
- le prêt de titres;
- le recours par les actionnaires à des agents de vote¹⁶;
- le droit des investisseurs de ne pas divulguer leur identité aux émetteurs et à d'autres entités (la « **notion de propriétaire véritable opposé et de propriétaire véritable non opposé** »).

3.1 Système de détention au moyen d'un intermédiaire¹⁷

Tous les grands marchés financiers ont adopté un système de services centralisés de compensation et de règlement des titres négociés en bourse afin d'accroître l'efficacité de la

¹⁵ Se reporter, par exemple, à l'Avis de consultation du projet de *Règlement modifiant le Règlement 54-101 sur la communication avec les propriétaires véritables des titres d'un émetteur assujéti* et de la modification de l'*Instruction générale relative au Règlement 54-101 sur la communication avec les propriétaires véritables des titres d'un émetteur assujéti* (9 avril 2010) et les commentaires connexes, en ligne à l'adresse suivante : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/valeurs-mobilieres/2011juin17-54-101-cons-fr.pdf>>, et l'Avis 54-701 du personnel de la CVMO, *Regulatory Developments Regarding Shareholder Democracy Issues* (14 janvier 2011) et les commentaires connexes, en ligne à l'adresse suivante : <<http://www.osc.gov.on.ca/en/30575.htm>>.

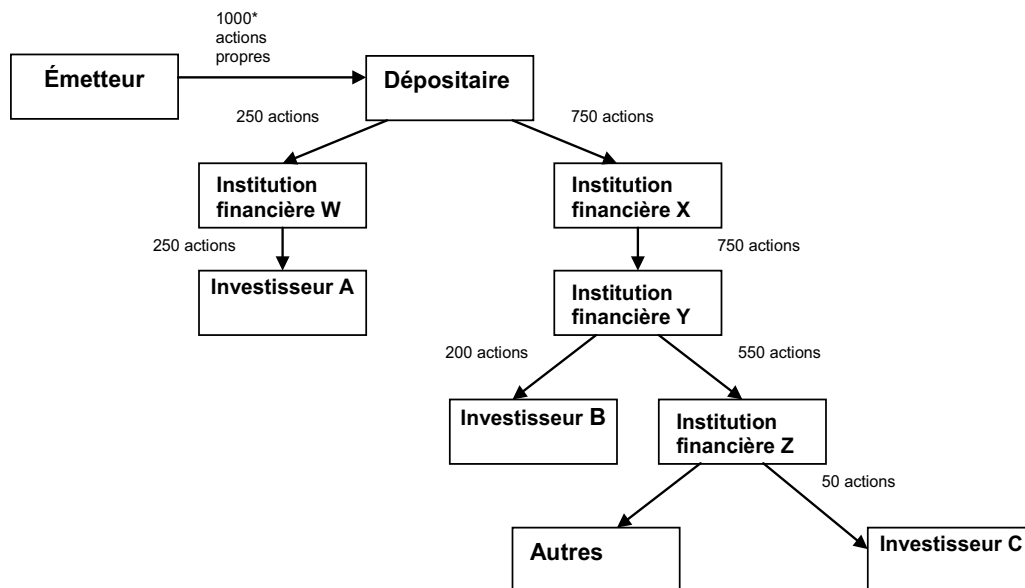
¹⁶ Dans le document de consultation, nous utilisons l'expression « **agents de vote** » de façon générale pour désigner les conseillers, comme les agences de conseil en vote et les gestionnaires de placements (se reporter à la section 3.2).

¹⁷ Cette section provient du document de Philip Paech, « Cross-border issues of securities law: European efforts to support securities markets with a coherent legal framework », Exposé pour le comité du parlement européen sur les questions économiques et monétaires (mai 2011), en ligne à l'adresse suivante : <<http://www.lse.ac.uk/collections/law/staff/philipp-paech.htm>>. [Paech]

négociation¹⁸ et de réduire les risques inhérents au processus de négociation, de compensation et de règlement.

Le service de compensation et de règlement facilite le transfert des titres pour les institutions financières participantes en créditant et en débitant le nombre approprié de titres du compte de chaque participant si le total des opérations effectuées par ce participant donne lieu à un changement net du nombre de titres dans son compte (que l'on désigne comme la **compensation**).

Figure 1: Système de détention au moyen d'un intermédiaire (simplifié)



*Note : Les 1 000 actions pourraient être avec ou sans certificat, selon le cadre juridique ou la pratique du marché.

Parallèlement au système de compensation et de règlement, le dépositaire central prendra possession des certificats ou maintiendra un registre électronique des titres. Il tiendra des comptes pour les institutions financières participantes (soit W et X dans la figure ci-dessus)¹⁹. Ces dernières (W et X) tiennent des comptes pour leurs clients, qui peuvent être des investisseurs (Investisseur A) ou d'autres intermédiaires (Y est un client-intermédiaire de X et, de son côté, Z est un client-intermédiaire de Y). Dans la plupart des pays, il existe au moins un et souvent plusieurs paliers d'intermédiaires entre l'investisseur ultime et le dépositaire. Au Canada et aux États-Unis, ce système est connu sous le nom de **système de détention indirecte**; or, il est plus précis de désigner cet état de choses comme la **détention de titres au moyen d'un**

¹⁸ Par exemple, l'intermédiation a été nécessaire à la création des bourses modernes.

¹⁹ Au Canada, il y a eu un important recul des certificats sur support papier. Pour plus de renseignements sur cette situation, se reporter au document publié par Services de dépôt et de compensation CDS inc., « Going Paperless in the Canadian Securities Market: Presentation to Issuers, Underwriter and Law Firms » (2010), en ligne à l'adresse suivante : <<http://www.cds.ca/cdsclearinghome.nsf/Pages/-EN-BEOservices?Open>>.

intermédiaire ou le **système de détention au moyen d'un intermédiaire** puisqu'il est difficile de savoir ce que signifie la détention « indirecte »²⁰.

Une autre caractéristique importante des systèmes de détention au moyen d'un intermédiaire est que même si les propres titres d'un intermédiaire et ceux du client sont inscrits dans des comptes différents auprès du fournisseur de compte de l'intermédiaire, les actifs des clients sont généralement « mis en commun » dans le compte client et ne peuvent être séparés par client :

[TRADUCTION] Les titres détenus par les intermédiaires ne sont généralement pas répartis. En d'autres mots, les parts de l'ensemble des participants ou celles des investisseurs dans des titres semblables sont détenues ensemble dans un même fonds ou un ensemble fongible. Les droits des participants et des investisseurs de paliers inférieurs se rattachent aux titres détenus dans un compte désigné plutôt qu'à des titres en particulier. La mise en commun de tous les titres semblables dans un seul compte facilite grandement le règlement en réduisant les coûts globaux d'administration et de rapprochement des avoirs distincts²¹.

À l'heure actuelle, la grande majorité des actions d'émetteurs assujettis sont détenues dans le système de détention au moyen d'un intermédiaire²².

Bien que l'évolution du système de détention au moyen d'un intermédiaire ait grandement contribué à l'efficacité des négociations et à la réduction du risque systémique, deux grands enjeux réglementaires ont été dégagés.

Le premier porte sur les droits de propriété. Par le passé, l'investisseur établissait la propriété d'actions par son inscription au registre de la société ou par la possession d'un certificat d'actions. Quel était le droit de propriété dont jouissait un investisseur dans des actions qu'il avait acquises mais qui étaient détenues dans des comptes d'intermédiaires? Cette question a finalement été résolue par l'adoption de la législation provinciale sur le transfert des valeurs mobilières fondée sur la notion de **titre intermédié**²³. Un « titre intermédié » est un droit qui

²⁰ Prenons l'exemple d'un investisseur qui met sur pied une société de portefeuille et détient des actions d'un émetteur par l'intermédiaire de celle-ci, qui, à son tour, est inscrite au registre des actionnaires de l'émetteur. Dans ce cas, l'investisseur détient les actions « indirectement », mais pas dans le système de détention au moyen d'un intermédiaire.

²¹ Mohamed F. Khimji, « The Securities Transfer Act – The Radical Reconceptualization of Property Rights in Investment Securities », (2007) 45 Alberta L. Rev. 137, page 142. Voir également les Règles de CDS à l'intention des adhérents (version 2012.12.10), article 6.1.3, Détention des valeurs : « Les valeurs déposées au service de dépôt et désignées par le même identificateur de valeur forment un ensemble fongible. »

²² Il est difficile de fournir des statistiques définitives sur le pourcentage d'actions d'émetteurs assujettis qui sont détenues dans le système de détention au moyen d'un intermédiaire. En revanche, précisons que dans le cas de TELUS, environ 95 % des actions étaient détenues par CDS. Voir *TELUS Corporation v. CDS Clearing and Depository Services Inc.*, 2012 BCSC 1539 (CanLII).

²³ À la demande des présidents des ACVM et de la Conférence pour l'harmonisation des lois au Canada (CHLC), les ACVM ont mis sur pied un groupe de travail destiné à : (i) élaborer une loi uniforme sur le transfert des valeurs mobilières qui serait uniformisée et harmonisée le plus possible avec la version modifiée de l'article 8 du Uniform Commercial Code; et (ii) promouvoir une mise en œuvre uniforme de cette loi dans chaque province. Le 26 août 2004, une version finale de cette loi a été adoptée à titre de loi uniforme par la CHLC. Jusqu'à maintenant, une loi sur le transfert des valeurs mobilières fondée sur cette loi uniforme a été adoptée en Colombie-Britannique, en Alberta, en Saskatchewan, au Manitoba, en Ontario, au Québec, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse, à Terre-Neuve-et-Labrador, aux Territoires du Nord-Ouest et au Nunavut.

équivalent à un droit de propriété direct dans le titre, mais qui n'en est pas réellement un. Le droit du porteur est opposé à celui de son intermédiaire immédiat, par exemple, un client par rapport au courtier auprès duquel il détient un compte ou, encore, le courtier par rapport à la chambre de compensation ou au dépositaire. Une autre caractéristique de ce modèle est que La Caisse canadienne de dépôt de valeurs Limitée (CDS) est le porteur inscrit de la plupart des actions dans le registre de l'émetteur assujéti. Le Canada et les États-Unis ont adopté le modèle des titres intermédiés alors que d'autres pays ont privilégié des cadres juridiques différents. Se reporter à l'annexe B.

Même si les investisseurs du système de détention au moyen d'un intermédiaire ne sont pas réellement propriétaires des actions, mais plutôt de titres intermédiés, nous utiliserons l'expression « actions » et non « titres intermédiés » dans le document de consultation afin d'en faciliter la lecture.

Le deuxième enjeu concerne les droits de vote²⁴. En vertu du droit des sociétés, seul le porteur inscrit peut voter, en personne ou par procuration, à une assemblée. De quelle façon les investisseurs qui détiennent leurs actions dans le système de détention au moyen d'un intermédiaire (sous forme de titres intermédiés) peuvent-ils exercer leurs droits de vote? Pour répondre à cette question, les ACVM ont approuvé, à la fin des années 1980, l'*Instruction générale canadienne n° C-41, Communications avec les actionnaires*, qui a subséquemment été refondue en *Règlement 54-101 sur la communication avec les propriétaires véritables des titres d'un émetteur assujéti* (le « **Règlement 54-101** »), entré en vigueur le 1^{er} juillet 2002²⁵.

Ce règlement prévoit que l'émetteur assujéti, CDS et chaque intermédiaire qui détiennent des actions de cet émetteur dans le système de détention au moyen d'un intermédiaire prennent certaines mesures relativement à l'assemblée de l'émetteur assujéti. Celles-ci visent à permettre aux investisseurs ou aux **propriétaires véritables**²⁶ de donner des instructions à leurs intermédiaires sur la façon dont ils souhaitent voir les droits de vote rattachés à leurs actions exercés lors de l'assemblée²⁷. Voici un très bref résumé de ces mesures :

- CDS doit transférer son pouvoir d'exercer les droits de vote en personne ou par procuration à chaque adhérent à l'égard des actions que chacun détient dans son compte auprès d'elle. Le document qui permet de transférer les droits de vote de CDS (soit l'intermédiaire supérieur et

²⁴ Une autre question portait sur les droits à l'information, c'est-à-dire la façon dont les investisseurs recevraient l'information à laquelle les actionnaires ont droit, comme les états financiers. Cette question n'est pas abordée dans le document de consultation.

²⁵ L'Instruction générale canadienne n° C-41 s'inspirait des recommandations du groupe de travail mixte sur les communications relatives aux actionnaires, qui était composé d'autorités en valeurs mobilières, d'avocats spécialisés en droit des sociétés, de représentants de bourses, de dépositaires, d'agents des transferts et d'autres groupes concernés.

²⁶ L'expression « propriétaire véritable » a un sens précis en vertu du Règlement 54-101. Pour les besoins du document, elle aura un sens plus large, et s'entendra d'un investisseur qui n'est pas un porteur inscrit d'actions mais qui en est le propriétaire au moyen de titres intermédiés dans le compte d'un intermédiaire.

²⁷ La législation en valeurs mobilières canadienne et américaine impose explicitement à l'émetteur et aux intermédiaires le fardeau de solliciter des instructions de vote auprès des propriétaires véritables. À l'inverse, en Australie et au Royaume-Uni, les propriétaires véritables et les intermédiaires assument eux-mêmes cette opération.

porteur inscrit) aux intermédiaires qui sont adhérents est communément désigné comme la **procuration générale de CDS**²⁸.

- L'émetteur assujéti doit fournir à chaque adhérent de CDS qui détient de ses actions le nombre approprié d'exemplaires des documents relatifs à l'assemblée qu'il a demandés afin de les transmettre à tous les propriétaires véritables (y compris ceux qui détiennent des actions au moyen d'un intermédiaire qui est titulaire d'un compte client auprès de l'adhérent de CDS).
- Chaque adhérent de CDS doit transmettre les documents relatifs à l'assemblée et une demande d'instructions de vote à chacun de ses titulaires de compte client. Si le titulaire est lui-même un intermédiaire, l'adhérent lui transmettra alors la quantité appropriée de documents relatifs à l'assemblée afin qu'il puisse les transmettre à ses propres titulaires de compte. L'intermédiaire devra également inclure une demande d'instructions de vote.
- Si l'émetteur assujéti choisit d'envoyer les documents relatifs à l'assemblée directement aux propriétaires véritables non opposés et de solliciter de ces derniers des instructions de vote, l'adhérent de CDS doit transférer son pouvoir d'exercer les droits de vote rattachés aux titres en personne ou par procuration (obtenu de CDS) à la direction de l'émetteur assujéti. Le document est désigné comme la **procuration générale des propriétaires véritables non opposés**²⁹.

Les dissidents peuvent envoyer aux propriétaires véritables les documents relatifs à l'assemblée et solliciter des instructions de vote, mais n'y sont pas tenus. En revanche, ils sont fortement invités à solliciter des votes puisqu'en vertu des lois sur les valeurs mobilières et de certaines lois sur les sociétés, les droits de vote rattachés aux actions détenues par un intermédiaire pour le compte d'un investisseur ne peuvent être exercés en l'absence d'instructions de ce dernier³⁰.

Afin de simplifier le processus de sollicitation des votes et de collecte des instructions de vote par l'entremise de paliers multiples d'intermédiaires, ces derniers ont créé une **procuration générale pour intermédiaires**, qui permet à l'intermédiaire le plus près du propriétaire véritable ultime de recevoir les documents relatifs à l'assemblée et de les retourner sans passer par les intermédiaires des paliers supérieurs³¹. Ces procurations ne sont pas prévues par le Règlement 54-101; elles ont été élaborées d'après les interprétations du droit des sociétés et de la common law sur le vote par procuration. De façon générale, elles ne s'appliquent qu'aux avoirs institutionnels et transfrontaliers.

Le dernier intermédiaire de la chaîne, c'est-à-dire celui auprès duquel le propriétaire véritable détient un compte, ne transférera généralement pas à l'investisseur les droits de vote rattachés aux titres, sauf si celui-ci en fait la demande. Le Règlement 54-101 prévoit qu'un intermédiaire

²⁸ Voir l'Annexe 54-101A3, *Procuration générale (Dépositaires)*.

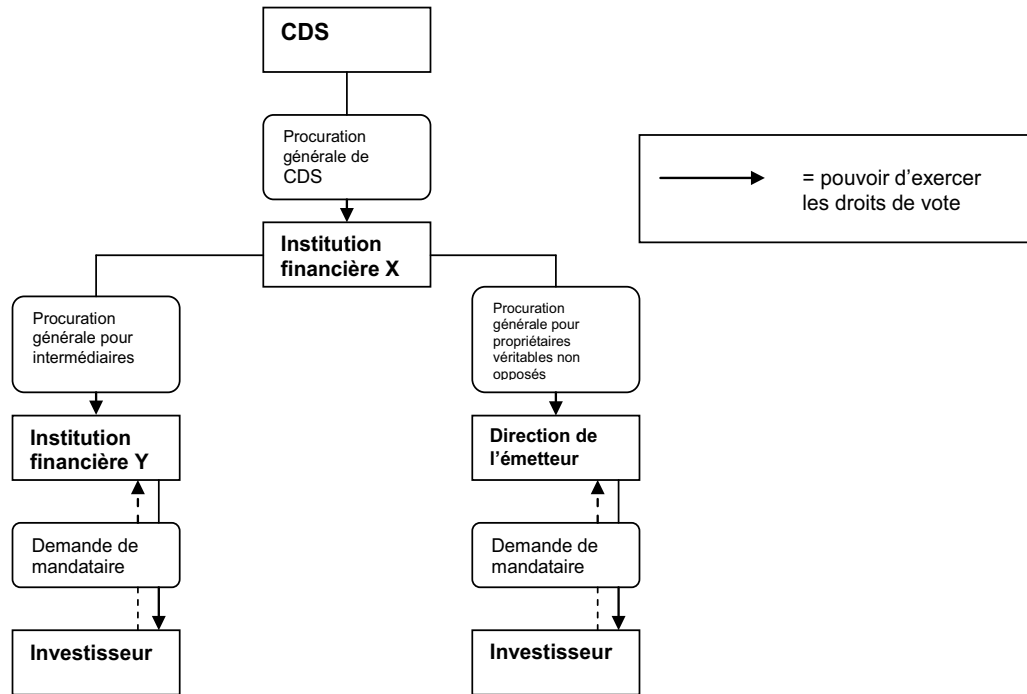
²⁹ Voir l'Annexe 54-101A4, *Procuration générale (Premiers intermédiaires)*. La notion de propriétaire véritable opposé et de propriétaire véritable non opposé est traitée en détail à la section 3.4 ci-après.

³⁰ Voir, par exemple, la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C., c. C-44, (« LCSA »), a.153.

³¹ Également désignée, en anglais, comme une « **mini omnibus proxy** ».

offre à l'investisseur la possibilité de demander à exercer les droits de vote rattachés aux titres (une **demande de mandataire**) dans la demande d'instructions de vote. Il est possible de présenter une demande pour pouvoir exercer les droits de vote rattachés aux titres en déposant de la façon appropriée la demande d'instructions de vote ou un autre document écrit. En règle générale, les propriétaires véritables ne demanderont pas d'obtenir le droit de voter au moyen d'une demande de mandataire; ils donneront plutôt leurs instructions de vote à l'intermédiaire auprès duquel ils détiennent un compte sur la façon dont celui-ci doit exercer leurs droits de vote.

Figure 2 : Système de procurations dans le système de détention au moyen d'un intermédiaire



Note : Pour les émetteurs transfrontaliers, le dépositaire américain, Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) dispose d'une procuration générale semblable, qui n'est pas encadrée par le Règlement 54-101 ni par d'autres règlements sur les valeurs mobilières en vigueur au Canada.

3.2 Prêt d'actions

Le prêt d'actions est une pratique du marché où une partie (le **prêteur**) transfère temporairement des titres à une autre (l'**emprunteur**) contre rémunération.

Bien que ces opérations soient communément appelées des « prêts », elles entraînent, dans les faits, le transfert de la propriété des actions contre l'engagement garanti de restituer des titres équivalents sur demande ou à l'échéance. L'« emprunteur » devient donc le nouveau propriétaire des actions, et peut exercer les droits de vote qui y sont rattachés, recevoir tout dividende ou intérêt versé pendant la durée du prêt ou, encore, vendre les actions (par exemple, pour régler

une vente à découvert). En revanche, il est généralement tenu par contrat de faire des paiements équivalents au « prêteur » pour tout dividende ou intérêt versé sur les titres pendant la durée du prêt. En termes économiques, le prêteur est donc toujours « propriétaire » des actions ou en « position longue ».

En règle générale, les institutions, comme les caisses de retraite, les organismes de placement collectif et les compagnies d'assurances, sont les prêteurs d'actions. Les courtiers peuvent aussi prêter des actions que les investisseurs individuels ont acquises sur marge. Du côté des emprunteurs, il s'agit généralement de courtiers et de fonds spéculatifs qui ont besoin d'actions pour leurs activités de négociation. Entre eux se trouvent les intermédiaires de marché (au sens large), qui établissent les programmes de prêt en vue de faciliter ce type d'opération. Un intervenant souligne ce qui suit :

[TRADUCTION] L'importance des intermédiaires sur le marché reflète en partie le fait que le prêt de titres constitue une activité secondaire pour bon nombre des propriétaires véritables et emprunteurs sous-jacents. Les intermédiaires offrent des services utiles, comme le rehaussement de crédit et l'apport de liquidités, en étant disposés à emprunter des titres sur demande tout en les prêtant pour la durée du prêt. Ils tirent également partie d'économies d'échelle, notamment les investissements importants dans la technologie nécessaires à la modernisation. Les intermédiaires comme les banques dépositaires prêtent des titres et agissent comme mandataires pour le compte des propriétaires véritables en plus des autres services offerts. Des agents professionnels de prêts de titres ont même fait leur apparition sur certains marchés. Ils acceptent de partager avec les prêteurs les revenus tirés des prêts de titres et peuvent offrir des indemnités à l'égard de certains risques, comme la défaillance de l'emprunteur³².

Pour les investisseurs, le prêt de titres se traduit par le maintien de l'exposition économique aux actions prêtées, sans les droits de vote correspondants. Cet aspect de l'opération ne prend généralement toute son importance qu'à l'approche d'une assemblée à laquelle l'investisseur souhaite voter. À moins que le prêteur (ou son intermédiaire pour le prêt) n'ait conclu les ententes appropriées, notamment une entente de restitution de titres équivalents par l'emprunteur ou toute autre entité à temps pour la date de clôture des registres, ou une entente avec l'emprunteur prévoyant qu'il conserve ses droits de vote, le prêteur ne sera pas légalement autorisé à voter. Néanmoins, l'investisseur peut toujours figurer à titre de « propriétaire » dans les registres de l'intermédiaire. L'absence de mécanismes visant à faire un suivi approprié des activités de prêt et à empêcher les investisseurs d'exercer les droits de vote rattachés aux actions prêtées se traduit donc par un risque que les droits de vote rattachés aux actions prêtées soient exercés à la fois par le prêteur et la personne qui en est propriétaire à la date de clôture des registres³³.

3.3 Utilisation des services d'agents de vote

Les investisseurs délèguent bien souvent une partie ou la totalité des droits de vote rattachés aux actions se trouvant dans leur compte à un conseiller en placement professionnel comme un

³² Mark C. Faulkner, « An Introduction to Securities Lending », pages 9 et 10, en ligne à l'adresse suivante : <<http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/gilts/securitieslending.pdf>>.

³³ L'interaction entre les prêts d'actions et le vote par procuration n'est pas encadrée par le Règlement 54-101 ni d'autre législation sur les valeurs mobilières.

gestionnaire de placements³⁴. Bien que cette pratique ait été monnaie courante pour les avoires institutionnels, les investisseurs individuels qui détiennent leurs actions dans des comptes gérés (c'est-à-dire des comptes de placements qui appartiennent à des investisseurs individuels mais qui sont gérés par des gestionnaires de placements professionnels) délégueront également les droits de vote rattachés à leurs actions au gestionnaire de placements³⁵. Dans ce cas, il n'existe aucun mécanisme permettant de confirmer que c'est le conseiller, et non l'investisseur, qui est sollicité pour obtenir des instructions de vote. Le Règlement 54-101 n'aborde pas explicitement cette question.

3.4 La notion de propriétaire véritable opposé et de propriétaire véritable non opposé

L'une des caractéristiques particulières de l'infrastructure du vote par procuration au Canada (et aux États-Unis) est la notion de propriétaire véritable opposé et de propriétaire véritable non opposé, introduite pour la première fois dans les années 1980 aux États-Unis et dans la réglementation en valeurs mobilières canadienne peu après. Le propriétaire véritable opposé est un propriétaire véritable d'actions dans le système de détention au moyen d'un intermédiaire qui s'oppose à ce que l'intermédiaire divulgue son nom, les coordonnées de la personne-ressource et les titres qu'il détient. Le propriétaire véritable non opposé est un propriétaire véritable qui ne s'oppose pas à la divulgation de cette information³⁶.

On ne peut passer sous silence les deux principales différences sur la façon dont cette notion est appliquée au Canada et aux États-Unis :

- Aux États-Unis, l'émetteur ne peut envoyer de documents relatifs à une assemblée (à l'exception des rapports annuels) à un propriétaire véritable non opposé ni solliciter d'instructions de vote directement auprès de celui-ci, alors qu'il peut le faire au Canada.
- Aux États-Unis, l'émetteur doit envoyer les documents relatifs à une assemblée par l'entremise d'intermédiaires à l'ensemble des propriétaires véritables, qu'ils soient opposés ou non, et rémunérer les intermédiaires en conséquence alors qu'au Canada il peut choisir de ne pas payer les frais qu'exigent les intermédiaires pour l'envoi des documents relatifs à l'assemblée aux propriétaires véritables opposés³⁷.

³⁴ Dans le document de consultation, l'expression « gestionnaire de placements » correspond, au sens large, à une personne inscrite dans la catégorie de « gestionnaire de portefeuille » prévue par la législation en valeurs mobilières, lequel est autorisé à donner des conseils à un client relativement à un placement dans tout type de titres ou à leur achat ou à leur vente, en vertu ou non d'un mandat discrétionnaire conféré par celui-ci pour gérer son portefeuille. Nous utilisons cependant l'expression « gestionnaire de placements », qui est plus courante.

³⁵ Également désigné comme des **comptes intégrés**.

³⁶ Au Canada, le Règlement 54-101 prévoit que les intermédiaires obtiennent les instructions du client indiquant s'il est un propriétaire véritable opposé ou non lors de l'ouverture de son compte.

³⁷ Ces deux aspects du Règlement 54-101 ont été longuement discutés et commentés lors de son élaboration. Certains ont critiqué l'absence d'une obligation au Canada prévoyant que les émetteurs rémunèrent les intermédiaires pour l'envoi des documents relatifs aux assemblées aux propriétaires véritables opposés et la sollicitation d'instructions de vote, menant ainsi à la privation de leur droit de vote. D'autres sont d'avis que cette obligation occasionnerait des frais supplémentaires pour les émetteurs assujettis canadiens lorsque l'investisseur a choisi le statut de propriétaire véritable opposé.

À l'heure actuelle, un peu plus de la moitié de tous les comptes de propriétaires véritables au Canada sont des comptes de propriétaires véritables opposés, et cette tendance s'est accentuée au cours des dernières années³⁸.

Pour les **investisseurs institutionnels** canadiens, qui, à notre avis, préfèrent généralement le statut de propriétaire véritable opposé, il semble que le choix du statut de propriétaire véritable opposé ait été motivé par les facteurs énumérés ci-après :

1. Possibilité de s'assurer que les documents relatifs à l'assemblée soient transmis par les canaux de vote par procuration souhaités

Les investisseurs institutionnels canadiens obtiennent les documents relatifs à l'assemblée et exercent leurs droits de vote par voie électronique au moyen des canaux de vote par procuration offerts par leurs intermédiaires. Au Canada, le choix du statut de propriétaire véritable non opposé pourrait se traduire par l'envoi, par l'émetteur, des documents relatifs à l'assemblée et la sollicitation par ce dernier des instructions de vote à l'extérieur de ces canaux. Comme l'a décrit un dépositaire lors du Shareholder Democracy Summit de la CSCS :

[Traduction] Lorsque les formulaires de propriétaires véritables opposés et non opposés ont fait leur apparition pour la première fois et que RBC [Dexia] tentait de les expliquer aux clients, ces derniers n'avaient qu'une seule question : « Que cela signifie-t-il pour moi en tant qu'investisseur/votant? ».

La majorité ont décidé d'être propriétaires véritables opposés afin de pouvoir voter par voie électronique [sur la plateforme de vote de leur choix] et d'utiliser les services de Broadridge et de ne pas être submergés par les envois³⁹.

De plus amples renseignements se trouvent dans les avis de consultation du Règlement 54-101. Se reporter, par exemple, à l'Avis concernant le projet de norme canadienne 54-101, Communication avec les porteurs véritables des titres d'un émetteur assujéti (Bulletin du 27 février 1998, vol. XXIX, n° 7); et l'Avis de consultation concernant les changements proposés au projet de norme canadienne 54-101, Communication avec les porteurs véritables des titres d'un émetteur assujéti (Bulletin du 17 juillet 1998, vol. XXIX, n° 27); Avis de modifications proposées au projet de norme canadienne 54-101, Communication avec les propriétaires véritables des titres d'un émetteur assujéti, et d'abrogation de l'Instruction générale n° C-41 (1^{er} septembre 2000), en ligne à l'adresse suivante : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/54-101/2000-09-01/2000sept01-54-101-avis-cons-fr.pdf>>.

Pour un exposé sur la façon dont les États-Unis ont élaboré la notion de propriétaire véritable opposé et non opposé, se reporter au document rédigé par Alan L. Beller et Janet L. Fisher et intitulé « The OBO/NOBO Distinction in Beneficial Ownership: Implications for Shareholder Communication and Voting », en ligne à l'adresse suivante : <<http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-22.pdf>>. [Document sur la notion de propriétaire véritable opposé et non opposé aux États-Unis]

³⁸ Document de Davies, note 9 ci-dessus, page 64.

³⁹ CSCS *Inaugural Report*, note 11 ci-dessus, page 47.

2. Possibilité de préserver l'anonymat au moment du vote

L'émetteur qui sollicite un propriétaire véritable non opposé est en mesure d'identifier les votes que soumet ce dernier puisqu'il n'a aucune obligation légale de préserver la confidentialité des votes par procuration. Le fait de choisir le statut de propriétaire véritable non opposé empêche un investisseur institutionnel de décider lui-même de voter de façon anonyme au moyen de son intermédiaire⁴⁰, ou de divulguer à l'émetteur la façon dont il a exercé ses droits de vote⁴¹.

3. Possibilité de préserver la confidentialité des stratégies de placement à l'égard de l'émetteur ou du public

Certains investisseurs peuvent vouloir préserver la confidentialité de leurs placements ou de leurs stratégies de placement en général. Ils peuvent également craindre que la direction de l'émetteur ait un point de vue négatif sur le placement ou que des tiers tentent d'imiter certaines stratégies de placement en obtenant de l'information sur les titres d'un émetteur particulier.

4. Possibilité pour les investisseurs institutionnels en général de recevoir des documents relatifs à une assemblée et de voter même s'ils sont propriétaires véritables opposés

En vertu du Règlement 54-101, les émetteurs ne sont pas tenus de rémunérer les intermédiaires pour l'envoi des documents relatifs aux assemblées aux propriétaires véritables opposés et la sollicitation d'instructions de vote. Cela dit, ils doivent le faire dans le cas des propriétaires véritables non opposés. Au Canada, cette nuance prévue par le droit des valeurs mobilières est sans importance pour les investisseurs institutionnels puisqu'ils ont conclu des ententes avec leurs intermédiaires pour recevoir les documents relatifs aux assemblées et les demandes d'instructions de vote par les canaux de vote par procuration électroniques.

Or, pour les **investisseurs individuels** canadiens, les motifs à l'origine du choix du statut de propriétaire véritable opposé sont moins évidents, et d'aucuns suggèrent que ceux-ci ne choisiraient pas d'être propriétaires véritables opposés s'ils comprenaient bien cette notion. Une étude citée fréquemment, soit un sondage mené par un groupe de travail sur les procurations de la Bourse de New York, concluait que si les investisseurs étaient informés de toutes les conséquences liées au statut de propriétaire véritable opposé ou non opposé et que des frais administratifs de 50 \$ étaient demandés pour avoir le statut de propriétaire véritable opposé, 95 % d'entre eux ne choisiraient **pas** d'être propriétaires véritables opposés⁴².

Certains participants ont suggéré que le fait d'éliminer la notion de propriétaire véritable opposé et non opposé et de permettre la communication et la sollicitation directes dans tous les cas pourrait favoriser la fiabilité du système de vote par procuration. Par exemple, le Council of

⁴⁰ Ce processus sera décrit plus en détail dans la prochaine section.

⁴¹ *CSCS Inaugural Report*, note 11 ci-dessus, page 78.

⁴² Opinion Research Corporation, *Investor Attitudes Study*, étude réalisée pour le NYSE Group (7 avril 2006), en ligne à l'adresse suivante : <http://www.nyse.com/pdfs/Final_ORC_Survey.pdf>. Les résultats de ce sondage doivent être interprétés avec prudence dans le contexte canadien. Contrairement aux États-Unis, l'une des conséquences liées au fait de choisir le statut de propriétaire véritable non opposé est que l'émetteur a le droit d'envoyer à ce dernier les documents relatifs aux assemblées et de solliciter de lui des instructions de vote.

Institutional Investors des États-Unis est en faveur [traduction] « d'une approche progressive qui s'appuie moins sur la distinction entre propriétaire véritable opposé et non opposé, ou qui l'élimine complètement, et qui favorise en revanche la possibilité de communications directes ». Cela dit, il est conscient que l'élimination de cette notion « comporterait des considérations complexes sur les plans de la stratégie, des coûts et de la logistique et d'autres considérations qui ont une importance capitale » et exigerait [traduction] « une analyse détaillée par toutes les parties touchées afin d'obtenir un portrait plus détaillé des changements logistiques, des coûts et des perturbations éventuelles auxquels elle pourrait donner lieu »⁴³.

Partie 4 – Aperçu de l'infrastructure du vote par procuration

Au Canada, l'infrastructure du vote par procuration englobe les fonctions suivantes :

1. l'identification des entités dans le système de détention au moyen d'un intermédiaire qui, dans le cadre d'une assemblée, ont le droit (au sens large) de soumettre des instructions de vote et d'indiquer aux intermédiaires la façon dont elles souhaitent voir leurs droits de vote exercés. Au nombre de ces entités, on compte les agents de vote à qui l'investisseur a délégué en partie ou en totalité ses droits de vote;
2. la transmission des documents appropriés à ces entités et la sollicitation des instructions de vote;
3. la collecte des instructions de vote et leur exécution par la transmission des votes par procuration au compilateur officiel, notamment l'envoi de tout document servant à établir que l'entité qui transmet les votes par procuration est habilitée à le faire.

Au Canada, la vaste majorité des intermédiaires (environ 97 %) ont retenu les services d'un seul fournisseur pour remplir ces fonctions : Broadridge Investor Communication Solutions Canada (**Broadridge**). La société mère de Broadridge, Broadridge Financial Solutions, Inc., est une société ouverte américaine qui offre des services de communication avec les investisseurs et d'autres services technologiques aux banques, aux courtiers, aux organismes de placement collectif et aux sociétés aux États-Unis et ailleurs. Broadridge compte parmi ses clients 72 premiers intermédiaires canadiens représentant 230 institutions financières et environ 3 600 sociétés ouvertes canadiennes ainsi que des dépositaires et des investisseurs institutionnels. Les sections suivantes sont donc très orientées sur les activités de Broadridge à titre de mandataire des intermédiaires.

4.1 Production de la liste de votants

Comme il est indiqué ci-dessus, la législation en valeurs mobilières prévoit que les émetteurs et les intermédiaires prennent certaines mesures pour envoyer les documents aux propriétaires véritables du système de détention au moyen d'un intermédiaire et solliciter d'eux des instructions de vote.

⁴³ Document sur la notion de propriétaire véritable opposé et non opposé aux États-Unis, note 37 ci-dessus, pages 2 et 21.

La première étape de cette démarche consiste à produire une liste de votants, ce qui comprend, sur le plan opérationnel, les activités suivantes⁴⁴ :

1. L'émetteur (généralement par l'intermédiaire de son agent des transferts⁴⁵) avise Broadridge de la tenue d'une assemblée des actionnaires et de la date de clôture des registres appropriée.
2. Broadridge avise les intermédiaires de la tenue de l'assemblée le soir de la date de clôture des registres.
3. Le lendemain de la date de clôture des registres, les intermédiaires envoient à Broadridge leurs fichiers administratifs, qui renferment les détails sur les comptes des clients contenant les actions de l'émetteur à la date de clôture des registres⁴⁶.
4. Broadridge charge les données dans son système de traitement des procurations et applique un certain nombre de critères, prévus par l'émetteur (c'est-à-dire le type d'assemblée et la transmission des documents), pour établir les comptes dont les titulaires recevront les documents relatifs à l'assemblée et dont on sollicitera des instructions de vote. Ces critères seront décrits dans la section suivante.

Chaque intermédiaire, et non Broadridge, génère les fichiers administratifs et décide des comptes clients applicables qui y seront inclus. Broadridge offre aux intermédiaires⁴⁷ un service de déclaration si elle réalise que le nombre d'actions figurant dans les fichiers administratifs d'un intermédiaire ne correspond pas à celui de l'intermédiaire chez CDS, ou s'il n'y a aucune trace de ces actions⁴⁸.

⁴⁴ Ces processus et les autres dont il est question dans le document de consultation sont décrits dans le *Canadian Intermediary Services Guide 2011* de Broadridge, en ligne à l'adresse suivante : <https://materials.proxyvote.com/Approved/EPLST1/20110323/OTHER_82813/HTML1/broadridge-cisg2011_0037.htm>.

⁴⁵ Un *agent des transferts* est une société de fiducie nommée par une société pour transférer la propriété de ses actions. Dans la plupart des cas, la société de fiducie maintient, à titre d'agent des transferts, le registre des actionnaires et offre d'autres services connexes. Au Canada, les agents des transferts sont généralement membres de la Securities Transfer Association of Canada. Les membres actuels de la STAC sont les suivants : Alliance Trust Company, Société canadienne de transfert d'actions inc., Capital Transfer Agency Inc., Services aux investisseurs Computershare inc., Eastern Trust, Financière Trust Equity, Olympia Trust Company, State Street Trust Company Canada, Trans Canada Transfer Inc. et Société de fiducie Valiant.

⁴⁶ Soulignons que les fichiers administratifs pour les intermédiaires qui sont adhérents de CDS sont distincts des registres d'actions du compte de l'intermédiaire auprès de CDS. CDS et les intermédiaires détiennent chacun leur liste.

⁴⁷ L'intermédiaire doit adhérer au service.

⁴⁸ Ce service donne lieu à la création de deux rapports. Le **rapport de comparaison des positions de CDS à la date de clôture des registres** est généré 72 heures après la date de clôture des registres et indique notamment si la position d'un intermédiaire est supérieure ou inférieure à celle déclarée par CDS. Le **rapport sur les positions manquantes de CDS** est également généré 72 heures après la date de clôture des registres et sert à avertir un intermédiaire lorsqu'aucune position du dépositaire n'est inscrite pour l'intermédiaire, mais que ce dernier a déclaré à Broadridge détenir une position.

4.2 Envoi des documents et sollicitation des instructions de vote

Le traitement quotidien des données s'effectue pour tous les fichiers administratifs des intermédiaires. Un certain nombre de routines sur les données sont effectuées afin d'établir les critères de traitement des registres, c'est-à-dire les personnes qui recevront les documents relatifs à l'assemblée et qui se verront solliciter des instructions de vote. Voici les principaux facteurs permettant d'établir si un registre est chargé.

1. Préférences relatives au compte du client (sous réserve de la dérogation par l'émetteur)

En vertu du Règlement 54-101, les intermédiaires doivent demander aux clients leurs préférences quant aux types de documents relatifs aux assemblées qu'ils souhaitent recevoir⁴⁹. Broadridge établit leurs préférences à partir des données fournies par l'intermédiaire et celles-ci sont faites au niveau du compte de l'intermédiaire et non de l'émetteur. Plus particulièrement, le client peut décider de ne recevoir aucun document (et ainsi renoncer à son droit d'être sollicité pour des instructions de vote), de les recevoir tous ou seulement ceux ayant trait aux « assemblées extraordinaires »⁵⁰. En revanche, l'émetteur peut envoyer des documents à tout propriétaire véritable et solliciter de lui des instructions de vote (et ainsi déroger au choix de ce dernier à cet égard), pour autant qu'il acquitte tous les frais connexes de l'intermédiaire engagés pour l'envoi des documents.

2. Le fait que l'émetteur sollicite ou non les propriétaires véritables non opposés

Comme il est indiqué ci-dessus, les émetteurs peuvent choisir, en vertu du Règlement 54-101, d'envoyer des documents directement aux propriétaires véritables non opposés et de solliciter de ces derniers des instructions de vote⁵¹. Le cas échéant, les registres des propriétaires véritables non opposés ne seront pas traités, et les renseignements les concernant seront transmis à l'agent des transferts de l'émetteur (la « **liste des propriétaires véritables non opposés** »). Dans cette situation, les émetteurs feront généralement appel à leur agent des transferts pour transmettre les documents relatifs aux assemblées aux propriétaires véritables non opposés.

3. Le fait que l'émetteur paie ou non pour l'envoi des documents aux comptes de propriétaires véritables opposés

En vertu du Règlement 54-101, les émetteurs doivent rémunérer les intermédiaires s'ils utilisent leurs services pour envoyer des documents relatifs à une assemblée aux propriétaires véritables non opposés et solliciter des instructions de vote. Cependant, ils ne sont pas tenus de le faire dans le cas des propriétaires véritables opposés⁵². Broadridge dispose d'instructions permanentes des intermédiaires sur la prise en charge des coûts liés à l'envoi et à la sollicitation lorsque l'émetteur

⁴⁹ Voir l'article 3.2 du Règlement 54-101. Aucune notion équivalente n'est prévue dans la législation américaine sur les valeurs mobilières.

⁵⁰ Voir l'article 1.1 du Règlement 54-101.

⁵¹ En vertu du droit des valeurs mobilières américain, les émetteurs ne peuvent envoyer de documents relatifs aux assemblées directement aux investisseurs (à l'exception du rapport annuel).

⁵² Se reporter à la note 37.

n'acquies pas ces frais. Dans le cas où ni l'émetteur ni l'intermédiaire ne paient pour l'envoi, les comptes des propriétaires véritables opposés de cet intermédiaire ne sont pas traités. Si l'émetteur décide de ne pas acquies les frais liés à l'envoi des documents, les propriétaires véritables opposés pourraient ne pas les recevoir et ne pas être sollicités pour les instructions de vote.

4. *Le fait que le compte soit géré ou non*

Les intermédiaires peuvent fournir à Broadridge les données indiquant les comptes qui sont « gérés », soit les comptes de placements détenus par des investisseurs individuels mais dont la gestion est assurée par un gestionnaire de placements professionnel détenant les droits de vote. La création des comptes gérés se fait au moyen d'un processus complexe nécessitant la cession de numéros de compte par l'entremise de l'intermédiaire et l'intégration des comptes au moyen d'une série de tableaux de gestion préférentielle maintenus par Broadridge. Broadridge « supprimera » le fichier du compte individuel de la liste d'envoi, de sorte que seul le gestionnaire de placements recevra le formulaire d'instructions de vote. Cette fonction n'est pas prévue par le Règlement 54-101 mais constitue une caractéristique efficace et économique exclusive pour les gestionnaires de placements qui disposent du pouvoir discrétionnaire de voter relativement aux comptes de leurs clients.

Une fois les registres chargés, Broadridge appliquera d'autres processus visant à établir la liste des personnes qui recevront les documents relatifs aux assemblées, en fonction des renseignements fournis par les intermédiaires.

1. *Regroupement des actions dans les comptes gérés*

Broadridge regroupera les actions pour le gestionnaire de placements qui est habilité à exercer les droits de vote qui y sont rattachés. Le Règlement 54-101 n'impose pas cette méthode, mais elle est essentielle au traitement des comptes gérés.

2. *Traitement des procurations générales pour intermédiaires*

Comme nous l'avons déjà mentionné, il peut y avoir de multiples paliers d'intermédiaires entre l'investisseur/le propriétaire véritable ultime et CDS. Pour permettre à l'intermédiaire le plus près de l'investisseur (soit celui auprès duquel ce dernier détient un compte) d'envoyer les votes par procuration au compilateur officiel, chaque intermédiaire prenant part au système de détention doit signer une procuration générale pour intermédiaire et en aviser le compilateur.

Lorsque l'intermédiaire indique à Broadridge quels comptes de ses clients sont des comptes omnibus, le système de traitement des procurations de celle-ci peut traiter l'information de façon à ce :

- que les documents relatifs à l'assemblée soient envoyés au client-intermédiaire pour qu'il les transmette à ses clients, et non à l'intermédiaire auprès duquel le compte est tenu;
- qu'une procuration générale pour intermédiaire soit produite pour transférer les droits de vote de l'intermédiaire auprès duquel le compte est tenu au client-intermédiaire. Cette

procuration est transmise au compilateur officiel et est comparée aux votes par procuration envoyés par le client-intermédiaire.

Broadridge produira également une procuration générale des propriétaires véritables non opposés lorsque l'émetteur envoie directement aux propriétaires véritables non opposés les documents relatifs à l'assemblée pour transférer les droits de vote des intermédiaires à la direction de l'émetteur.

3. *Établissement du canal et de la méthode d'envoi utilisés*

Broadridge offre des canaux distincts en fonction des préférences des intermédiaires pour l'envoi des documents relatifs aux assemblées et la sollicitation d'instructions de vote qui conviennent à la fois aux investisseurs institutionnels et individuels.

Les **investisseurs institutionnels** peuvent adhérer au service institutionnel « ProxyEdge » de Broadridge pour les comptes détenus au moyen d'intermédiaires. Ils peuvent consulter les documents relatifs aux assemblées électroniquement de même que voter. Outre ProxyEdge®, la plateforme de traitement des procurations de Broadridge peut aussi fournir des données à d'autres plateformes de services comme ProxyExchange®, canal de vote par procuration établi par Institutional Shareholder Services. Au moins un investisseur institutionnel, le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario (« **Teachers** »), a également mis sur pied un canal personnalisé avec Broadridge, qui lui permet de recevoir et de télécharger l'information sur les assemblées au moyen d'un fichier de données⁵³.

Les intermédiaires auprès desquels des **investisseurs individuels** détiennent des comptes utiliseront les services de Broadridge pour l'envoi de documents relatifs aux assemblées en version papier par la poste ou, lorsque l'intermédiaire a obtenu du propriétaire véritable le consentement à la transmission électronique, au moyen d'un courriel renfermant un hyperlien vers les documents de l'émetteur et le site Internet de vote de Broadridge, www.ProxyVote.com. Broadridge produira également la demande d'instructions de vote (ou **formulaire d'instructions de vote**) prévue par le Règlement 54-101 pour qu'elle soit incluse dans les documents relatifs à l'assemblée. Un numéro de contrôle à 12 chiffres imprimé sur le formulaire d'instructions de vote en version papier permettra à l'investisseur de voter. Dans le cas d'un courriel, le numéro de contrôle est fourni sous forme d'hyperlien.

Lorsqu'un émetteur envoie des documents relatifs à l'assemblée à des propriétaires véritables non opposés et qu'il sollicite des instructions de vote, il utilisera généralement les services d'un agent des transferts pour les envoyer en version papier par la poste, ou par courriel, si ce dernier a obtenu le consentement à la transmission électronique. L'agent des transferts fournira son propre numéro de contrôle pour le vote.

⁵³ Bill Mackenzie et al., « Shareholders' Panel Combined Paper », page 6, en ligne à l'adresse suivante : <http://www.cscs.org/Resources/Documents/summit/Resources/Day1/Shareholders/Institutional%20Investor%20Paper.pdf> [CSCS Shareholders' Panel Combined Paper].

4.3 Collecte des instructions de vote et transmission des votes par procuration au compilateur officiel

Généralement, les **investisseurs institutionnels** soumettent leurs instructions de vote aux fournisseurs de compte de leur intermédiaire par l'entremise du service ProxyEdge® de Broadridge ou ProxyExchange® d'Institutional Shareholder Services Inc.

Les **investisseurs individuels** peuvent envoyer leurs instructions de vote aux fournisseurs de compte de leur intermédiaire selon l'une des méthodes suivantes :

- le *vote en ligne* au www.ProxyVote.com, au moyen du numéro de contrôle à 12 chiffres;
- le *vote par téléphone* aux numéros sans frais fournis par Broadridge, également au moyen du numéro de contrôle à 12 chiffres;
- l'*envoi par la poste* du formulaire d'instructions de vote à Broadridge.

Broadridge produira des **rapports de compilation** (ou **rapports de vote**) pour les instructions de vote reçues des investisseurs, regroupées par intermédiaire. En vertu d'une **procuration du client**⁵⁴ qui l'autorise à soumettre les votes par procuration pour le compte de l'intermédiaire, elle transmet ces rapports au compilateur officiel de l'assemblée. Les données des rapports de compilation constituent les votes par procuration envoyés par les intermédiaires pour l'assemblée.

Broadridge ne modifie aucune des données sur les votes transmises par les propriétaires véritables par l'entremise des intermédiaires. Par ailleurs, elle offre aux intermédiaires qui souhaitent s'en prévaloir un **service de prévention de surdéclaration**, pour les aviser lorsqu'elle reçoit des instructions de vote pour un intermédiaire qui, au total, excèdent la position de l'intermédiaire auprès de CDS à la date de clôture des registres. Un **rapport sur le survote en suspens** est mis en ligne pour que l'intermédiaire puisse vérifier les positions pour lesquelles les droits de vote ont été exercés qui ont donné lieu à la situation. Ce service aura pour conséquence de « suspendre » toutes les opérations de vote pour les registres reçus sur la position de dépositaire, et les votes suspendus ne pourront être inclus dans le rapport de compilation que si les positions correspondent, pour l'une ou l'autre des raisons suivantes :

- l'intermédiaire ajuste la position déclarée du dépositaire;
- l'intermédiaire ajuste les positions d'un ou de plusieurs comptes de ses clients.

Si l'émetteur a envoyé les documents relatifs à l'assemblée aux propriétaires véritables non opposés, son agent des transferts disposera de ses propres canaux de vote pour les investisseurs. Ainsi, Services aux investisseurs Computershare (**Computershare**) offre le vote en ligne au www.investorvote.com, le vote par téléphone et la possibilité de retourner les instructions de vote par la poste. Ces votes ne seront pas inclus dans les rapports de compilation envoyés par Broadridge; ils seront envoyés directement au compilateur.

⁵⁴ Les rapports de compilation et la procuration du client ne sont pas encadrés par le Règlement 54-101 ni par d'autres règlements sur les valeurs mobilières.

4.4 Compilation des votes

L'émetteur désignera une personne, généralement son agent des transferts, pour agir à titre de **compilateur officiel** d'une assemblée. Ce dernier examinera les votes par procuration reçus et en évaluera la validité aux fins de compilation pour l'assemblée⁵⁵. Il appliquera les « présomptions » prévues par le protocole de procuration de la STAC en cas de différend à savoir si une procuration doit être acceptée ou non, sauf disposition contraire de la loi applicable, des statuts ou des règlements de l'émetteur ou si une preuve factuelle réfutant ces présomptions est présentée au compilateur officiel. En revanche, le président de l'assemblée dispose d'un pouvoir discrétionnaire considérable pour décider si un vote par procuration donné compilé par le compilateur officiel devrait être accepté ou non et peut rejeter toute présomption prévue par le protocole.

Le compilateur doit tout d'abord rapprocher ou faire correspondre les votes par procuration de l'intermédiaire en regard d'un ou de tous les éléments suivants :

- les procurations générales pour dépositaires et pour intermédiaires qui lui ont été envoyées;
- les positions des porteurs inscrits figurant dans le registre des actionnaires de l'émetteur.

Outre les procurations générales pour dépositaires et pour intermédiaires, les compilateurs peuvent également recevoir des **procurations restreintes**, utilisées par un intermédiaire afin de soumettre directement les votes par procuration (c'est-à-dire qu'elles ne font pas partie des rapports de compilation produits par Broadridge) pour le compte d'un client pour lequel il détient des actions.

Par exemple, la personne qui acquiert des actions d'un émetteur après la date de clôture des registres et dont l'achat était conditionnel au transfert, par le vendeur, des droits de vote pourrait être en mesure d'exercer les droits de vote rattachés aux actions même si elle n'était pas actionnaire à la date de clôture des registres. Pour ce faire, elle doit communiquer avec son intermédiaire et lui demander d'émettre une procuration restreinte. Ce dernier signera une procuration indiquant qu'il envoie les votes par procuration pour la tranche d'actions qu'il détient au nom du client qui a acquis les actions (en précisant son nom et le nombre d'actions détenues). En règle générale, si le nombre d'actions visé par la procuration restreinte n'excède pas celui pour lequel l'intermédiaire est autorisé à exercer les droits de vote (avec la confirmation du compilateur), le compilateur acceptera de compiler les votes par procuration⁵⁶.

Si un intermédiaire envoie des votes par procuration que le compilateur n'est pas en mesure de rapprocher à une procuration générale appropriée, ce dernier tentera de résoudre le problème.

⁵⁵ La compilation des votes n'est pas encadrée par le Règlement 54-101 ni par d'autres règlements en valeurs mobilières. La STAC a établi un protocole de procuration qui expose le processus de rapprochement appliqué par les agents des transferts. Se reporter au « **Proxy Protocol** » de la STAC (mars 2012), en ligne à l'adresse suivante : <<http://www.stac.ca/Public/PublicShowFile.aspx?fileID=199>>.

⁵⁶ Les procurations restreintes ne sont pas encadrées par le Règlement 54-101 ni par d'autres règlements en valeurs mobilières.

Cela dit, si aucune solution n'est trouvée avant que le compilateur ne termine sa compilation pour l'assemblée, les votes excédentaires pourraient être rejetés ou, encore, les votes par procuration envoyés par cet intermédiaire pourraient être ajustés à la baisse, selon l'approche préconisée par le président de l'assemblée.

Partie 5 – Questions nécessitant un examen plus approfondi

En fonction des commentaires reçus des intervenants et de notre examen du vote par procuration et de son infrastructure, nous nous pencherons davantage sur les deux points suivants :

1. Est-il possible de rapprocher les votes avec exactitude au sein de l'infrastructure du vote par procuration?
2. Quel type de système de confirmation des votes de bout en bout devrait être ajouté à l'infrastructure du vote par procuration?

Nous avons, pour chaque question, établi une liste non exhaustive de questions jugées pertinentes à notre examen.

Nous souhaitons savoir si ces deux points sont pertinents pour examiner la validité et la fiabilité de l'infrastructure du vote par procuration. Nous aimerions également voir commentées les questions que nous jugeons utiles pour aborder les points exposés.

En plus de dégager ces deux points principaux, nous avons également cerné d'autres préoccupations inhérentes à l'intégrité du système de vote par procuration, qui sont exposées à la partie 6.

Nous soulignons que nous n'avons pas conclu qu'il était justifié de réglementer ces sujets. Selon la réponse proposée par les autorités en valeurs mobilières, il est par ailleurs possible que nous devions obtenir le pouvoir réglementaire nécessaire pour le faire.

5.1 Rapprochement des votes

L'une des fonctions centrales de l'infrastructure du vote par procuration est de permettre le rapprochement des votes. Nous avons mis en lumière deux défis principaux en matière de rapprochement. Tout d'abord, le système de détention au moyen d'un intermédiaire fait en sorte que des droits multiples sont associés à une seule action. En l'absence d'un système efficace de rapprochement, il y a un risque que des votes par procuration valides envoyés au compilateur soient en fin de compte rejetés, ne pouvant être rapprochés adéquatement avec une procuration générale appropriée ou une position inscrite. Enfin, le prêt d'actions entraîne le risque que les droits de vote rattachés à une même action soient exercés à maintes reprises. Nous souhaitons savoir si l'infrastructure du vote par procuration permet de relever adéquatement ces défis en matière de rapprochement.

Nous soulignons que les problèmes de rapprochement ne sont pas uniques au Canada; ils ont également été soulevés aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Australie. Se reporter à l'annexe C.

L'atteinte des objectifs en matière de rapprochement pourrait en fin de compte nécessiter des réformes à plus long terme des diverses dates de clôture des registres et dates limites prévues par le droit des sociétés, de même que des investissements en technologie afin que le rapprochement soit fait plus rapidement. Or, à court et à moyen terme, nous estimons que l'examen détaillé d'aspects précis de l'infrastructure du vote par procuration peut nous permettre de mieux comprendre les défis à relever en matière de rapprochement et les solutions possibles.

Nous soulignons que la liste figurant ci-après n'est pas exhaustive. Dans le cadre de notre examen, nous aimerions également savoir s'il existe d'autres cas de vote multiple.

5.1.1 Incidence du prêt d'actions sur la production des listes de votants

Nous sommes conscients que certains intermédiaires incluent les actions prêtées dans les fichiers administratifs qu'ils transmettent à Broadridge aux fins de la production de la liste de votants. Dans son mémoire, l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (ACCVM) précise que l'ajustement à la baisse des données sur la propriété des clients pour tenir compte des actions prêtées n'est pas dans la pratique des membres ni dans la procédure standard du secteur. Dans la pratique standard, le prêteur est traité comme le propriétaire véritable des actions prêtées ayant un droit de vote. Cependant, les membres de l'ACCVM n'exerceraient un vote sur une action prêtée que s'ils avaient reçu une procuration du courtier ayant emprunté les actions autorisant le courtier prêteur à exercer les droits de vote rattachés à l'action prêtée. Si ce dernier n'est pas en mesure d'obtenir cette procuration, la position détenue par le prêteur à la date de clôture des registres sera réduite du nombre approprié d'actions prêtées⁵⁷.

Cette pratique présente tout de même le risque opérationnel que les propriétaires véritables puissent soumettre leurs votes même s'ils ne sont pas habilités à le faire.

Questions :

1. Quels processus les intermédiaires doivent-ils mettre en place pour préparer les fichiers administratifs à transmettre à Broadridge? Plus particulièrement, quels sont les ajustements, s'il y a lieu, devant être apportés avant que les fichiers ne soient transmis à Broadridge, par exemple, dans le cas des clients individuels, pour régler les questions liées aux actions se trouvant dans des comptes sur marge que les intermédiaires peuvent prêter et, dans le cas des investisseurs institutionnels, aux actions qui font partie d'un programme de prêt d'actions?
2. À quelle fréquence les fichiers administratifs des intermédiaires transmis à Broadridge reflètent-ils les positions sur les actions qui excèdent celles détenues auprès de CDS? Quel est le pourcentage d'exercice des droits de vote rattachés à leurs positions?
3. Si Broadridge avise un intermédiaire que la position sur les actions de son fichier administratif excède celle de CDS, quels seraient, le cas échéant, les procédés que devrait mettre en place l'intermédiaire pour rapprocher ces positions?

⁵⁷ Le mémoire de l'ACCVM en réponse à l'avis 54-701 du personnel de la CVMO, *Regulatory Developments Regarding Shareholder Democracy Issues* (31 mars 2011), en ligne à l'adresse suivante : <<http://www.osc.gov.on.ca/en/30575.htm>>.

4. Comment les courtiers membres de l'ACCVM s'assurent-ils, dans les faits, que les votes relatifs à des actions prêtées ne sont exercés que s'ils ont reçu une procuration du courtier emprunteur?
5. Où les intermédiaires documentent-ils les procédés pertinents, et les investisseurs ou les émetteurs ont-ils accès à cette information?
6. Est-il nécessaire de réglementer davantage cette question? Le cadre réglementaire actuel permet-il de répondre aux préoccupations? Quels changements serait-il souhaitable d'apporter pour y répondre?
7. Quelle partie (le prêteur ou l'emprunteur) devrait disposer du droit de vote lors d'une opération de prêt d'actions? Les autorités en valeurs mobilières devraient-elles trancher cette question?

5.1.2 Procurations générales et procurations restreintes

D'après nous, une documentation manquante ou incomplète relativement à une procuration générale constitue, pour les compilateurs, un défi en matière de rapprochement qui pourrait se traduire par le rejet de votes par procuration ou, encore, par un rajustement à la baisse.

Nous croyons également que l'utilisation de procurations restreintes pourrait créer un risque que les droits de vote rattachés à une position soient exercés à deux reprises. Par exemple, pour une action acquise après la date de clôture des registres, un mécanisme devrait être mis en place pour vérifier si le vendeur (qui en était le propriétaire véritable à la date de clôture des registres) a exercé les droits de vote rattachés à cette action et, le cas échéant, pour soustraire ces votes du rapport de compilation de Broadridge. Or, dans les faits, il est difficile de savoir si un tel mécanisme existe.

Questions :

1. À quelle fréquence les problèmes de compilation ont-ils été causés par une documentation manquante ou incomplète relativement à une procuration? Comment pourrait-on y remédier?
2. À quelle fréquence et dans quelles circonstances les procurations restreintes sont-elles utilisées?
3. Les intermédiaires disposent-ils de politiques et de procédures documentées sur le moment où ils émettront une procuration restreinte pour un client?
4. L'intermédiaire qui soumet une procuration restreinte devrait s'assurer que les droits de vote rattachés à une position ne sont pas également exercés au moyen du rapport de compilation envoyés par Broadridge. Les intermédiaires s'en assurent-ils? Dans l'affirmative, comment documentent-ils cette mesure?

5. Est-il nécessaire de réglementer davantage ce sujet? Le cadre réglementaire actuel permet-il de répondre aux préoccupations? Quels changements serait-il souhaitable d'apporter pour y répondre?

5.1.3 Surdéclaration et survote

Il y a **surdéclaration** lorsqu'un intermédiaire retourne un plus grand nombre de votes que celui qui figure dans le compte de l'adhérent de CDS de l'intermédiaire. Cette pratique est également désignée comme le **survote**, même si le terme est parfois utilisé dans un sens plus restreint pour désigner une situation où les votes par procuration envoyés par un intermédiaire et acceptés par un compilateur sont par la suite déclarés invalides parce qu'ils excèdent la position réelle de l'intermédiaire. La surdéclaration et le survote sont souvent considérés comme une preuve du manque d'intégrité des résultats du vote par procuration.

Questions :

1. À quelle fréquence survient une surdéclaration ou un survote (y compris les survotes en suspens qui sont finalement résolus)⁵⁸?
2. Dans quelle mesure les situations de surdéclaration ou de survote reflètent-elles réellement un cas où un investisseur tente de voter alors qu'il n'en a pas le droit (par exemple, parce qu'il a prêté une action et qu'il n'était pas habilité à voter à la date de clôture des registres), comparativement à d'autres motifs, comme une documentation manquante relativement à une procuration?
3. La surdéclaration ou le survote est-il plus courant pour certains types d'intermédiaires que d'autres, par exemple, les petits intermédiaires ou ceux qui n'adhèrent pas aux services de Broadridge? Les sollicitations des propriétaires véritables non opposés effectuées par les émetteurs constituent-elles un facteur de fréquence de surdéclaration ou de survote?
4. Si Broadridge avise un intermédiaire d'un survote en suspens, quels sont les procédés mis en place par l'intermédiaire pour rapprocher les positions sur les actions?
5. Où les intermédiaires documentent-ils les procédés pertinents, et les investisseurs ou les émetteurs ont-ils accès à cette information?
6. Est-il nécessaire de réglementer davantage ce sujet? Le cadre réglementaire actuel permet-il de répondre aux préoccupations? Quels changements serait-il souhaitable d'apporter pour y répondre?

⁵⁸ Selon une analyse réalisée par Computershare sur les assemblées de sociétés ouvertes tenues au Canada et pour lesquelles elle a agi à titre d'agent des transferts entre 2009 et 2011, des situations de survote non résolues sont survenues dans au moins 17 % de ces assemblées. Se reporter au mémoire de Computershare en réponse au *Statement of Priorities for Financial Year to End March 31, 2013* de la CVMO (28 mai 2012), en ligne à l'adresse suivante : <http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category1-Comments/com_20120528_11-766_donaldsonl_makuchc.pdf>.

5.2 Système de bout en bout de confirmation des votes

À l'heure actuelle, les investisseurs ne peuvent confirmer que les instructions de vote envoyées à leurs intermédiaires ont été bien reçues et compilées. Teachers faisait remarquer ce qui suit :

[Traduction] L'absence d'une procédure complète de confirmation des votes constitue notre principale préoccupation avec le système actuel de vote par procuration. Une fois nos droits de vote exercés, aucune communication ne nous permet de savoir si 1) la société a bien reçu notre vote et 2) le vote a été enregistré conformément aux instructions. L'absence de confirmation est d'autant plus inquiétante que les assemblées sont davantage contestées. En l'absence de confirmation que le vote a été reçu et enregistré comme ayant été exprimé, la question persiste à savoir si nos votes ont bien été reçus et exprimés conformément à nos instructions, et cette inquiétude s'accroît à l'approche du vote⁵⁹.

Questions :

1. Broadridge nous a informés qu'elle avait commencé à élaborer une fonctionnalité complète de confirmation des votes⁶⁰. Au Canada, où en sont la formulation et l'élaboration d'une fonctionnalité complète de confirmation des votes?
2. Quelle fonctionnalité devrait faire partie d'un système de confirmation des votes de bout en bout? Par exemple, l'anonymat d'un votant devrait-il être intégré à la fonctionnalité, ou l'efficacité du système est-elle tributaire de la divulgation de son identité? À quelle étape du processus de vote par procuration les investisseurs devraient-ils recevoir la confirmation que leur vote sera accepté et à quel niveau, soit au niveau de l'intermédiaire soit au niveau du compte de l'investisseur⁶¹?

⁵⁹ *CSCS Shareholders' Panel Combined Paper*, note 53 ci-dessus, page 6.

⁶⁰ Voir le mémoire de Broadridge en réponse à l'avis 54-701 du personnel de la CVMO, *Regulatory Developments Regarding Shareholder Democracy Issues* (31 mars 2011), en ligne à l'adresse suivante : <http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category5-Comments/com_20110331_54-701_roschp.pdf>.

⁶¹ Le John L. Weinberg Center for Corporate Governance de l'Université du Delaware a tenu une table ronde sur le vote par procuration réunissant 33 membres de toutes les parties du système de vote par procuration américain (la « **table ronde du Weinberg Center** »). Selon la formulation du processus complet de vote de cette table ronde, la confirmation ne s'effectuerait qu'après la transmission par l'intermédiaire (Broadridge) de son rapport de compilation final, et le compilateur officiel de l'assemblée confirmerait que les droits de vote rattachés à l'ensemble des actions de l'intermédiaire ont été exercés conformément au rapport. Il n'était pas explicitement prévu que les votes par procuration envoyés au compilateur soient détaillés pour chaque compte de propriétaire véritable (par exemple, par l'utilisation du numéro de contrôle à 12 chiffres du formulaire d'instructions de vote) ni que le compilateur soit tenu de confirmer avoir compilé les actions associées à un compte en particulier. Se reporter au document intitulé « Report of Roundtable on Proxy Governance: Recommendations for Providing End-to-End Vote Confirmation », Université du Delaware (août 2011), en ligne à l'adresse suivante : <<http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-300.pdf>>.

6. Autres préoccupations

6.1 Incidence de la notion de propriétaire véritable opposé et de propriétaire véritable non opposé sur l'intégrité du vote

D'aucuns suggèrent que la notion de propriétaire véritable opposé et non opposé réduit la fiabilité des votes par procuration.

Questions :

1. Existe-t-il des cas précis où l'existence de cette notion a compromis l'exactitude et la fiabilité du vote par procuration?
2. Le fait d'accorder temporairement aux émetteurs et aux compilateurs officiels l'accès à l'identité des propriétaires véritables opposés pour les besoins de la compilation permettrait-il d'accroître la fiabilité et l'exactitude du vote par procuration? Le processus de rapprochement serait-il ainsi plus efficace? Cette situation serait-elle préjudiciable aux investisseurs?

6.2 Incapacité du gestionnaire de placements de voter en raison d'un manque d'information sur les comptes gérés

Comme il est décrit ci-dessus, les propriétaires véritables doivent recevoir une demande d'instructions de vote renfermant un numéro de contrôle à 12 chiffres pour pouvoir envoyer des instructions de vote aux intermédiaires⁶². Le propriétaire véritable qui ne la reçoit pas, ou qui la reçoit trop tard, ne peut exercer son droit de vote ni l'exercer avant la date limite.

Le traitement des comptes gérés visait à faciliter l'exercice des droits de vote rattachés aux titres se trouvant dans des comptes sous mandat discrétionnaire pour les clients individuels par le gestionnaire de placements. Nous comprenons que les clients qui ont un compte géré peuvent s'entendre avec leur gestionnaire pour qu'il exerce directement les droits de vote rattachés à leurs titres, s'il y a lieu. Or, on craint que certaines plateformes de comptes gérés offertes aux investisseurs individuels ne permettent pas qu'un tiers gestionnaire de placements exerce les droits de vote rattachés aux actions de l'investisseur. Plus particulièrement, certains ont indiqué qu'il n'y avait pas suffisamment de champs d'adresses associés à un compte géré pour composer avec l'information liée au propriétaire véritable et à celle du gestionnaire de placements. Cette situation est complexifiée par le fait que les comptes gérés regroupent souvent plusieurs gestionnaires de placements⁶³.

Ainsi, il a été suggéré que les fichiers administratifs de l'intermédiaire transmis à Broadridge ne contiennent pas l'information nécessaire pour envoyer les documents relatifs aux assemblées au gestionnaire de placements concerné ou solliciter de lui des instructions de vote.

⁶² Ou un numéro de contrôle équivalent pour le vote fourni par un agent des transferts dans le cas de la sollicitation directe d'un propriétaire véritable non opposé par un émetteur.

⁶³ *CSCS Shareholders' Panel Combined Paper*, note 53 ci-dessus, page 10.

Questions :

1. Les comptes gérés connaissent-ils réellement les problèmes mentionnés ci-dessus? Dans l'affirmative, pourquoi les investisseurs ne reçoivent-ils pas une demande d'instructions de vote ou la reçoivent-ils en retard?
2. Les clients en sont-ils informés et, le cas échéant, quels sont leurs recours?
3. Est-il nécessaire de réglementer davantage ce sujet? Le cadre réglementaire actuel permet-il de répondre aux préoccupations? Quels changements serait-il souhaitable d'apporter pour y répondre?

6.3 Responsabilité des fournisseurs de services

La complexité du vote par procuration et de son infrastructure fait en sorte qu'il est difficile pour les émetteurs et les investisseurs d'obtenir l'information nécessaire pour comprendre et utiliser l'infrastructure. Ceux-ci se fient donc grandement aux fournisseurs de services tels que les agents des transferts et les personnes sollicitant des procurations pour s'y retrouver. Ils comptent également sur les intermédiaires qui, eux, se tournent vers des fournisseurs de services comme Broadridge.

Certains se demandent si des mécanismes appropriés sont en place pour que les fournisseurs de services et d'autres parties soient tenus responsables de leurs rôles dans l'infrastructure du vote par procuration.

Questions :

1. Quels mécanismes ont-ils été mis en place pour favoriser la responsabilisation des divers fournisseurs de services dans le vote par procuration⁶⁴? Ces mécanismes sont-ils efficaces?
2. Est-il nécessaire de réglementer davantage ce sujet? Le cadre réglementaire actuel permet-il de répondre aux préoccupations⁶⁵? Quels changements serait-il souhaitable d'apporter pour y répondre?

⁶⁴ L'article 11.1 du *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* (le « **Règlement 31-103** ») prévoit que la société inscrite établit, maintient et applique des politiques et des procédures instaurant un système de contrôle et de supervision pour se conformer à la législation en valeurs mobilières et gérer les risques liés à son activité conformément aux pratiques commerciales prudentes. Des indications supplémentaires concernant les éléments d'un système de conformité efficace figurent dans l'Instruction générale relative à ce règlement (l'« **Instruction générale 31-103** »).

La partie 11 de l'Instruction générale 31-103 donne également des indications sur les pratiques commerciales générales en cas d'impartition et indique que « [l]a société inscrite a la responsabilité de toutes les fonctions imparties » et que « [l]a société inscrite devrait adopter des pratiques commerciales prudentes consistant notamment à effectuer un contrôle diligent de tiers fournisseurs de services éventuels ». Elle précise que la société devrait « examiner continuellement la qualité des services impartis », et que « [l']autorité, la société inscrite et ses auditeurs devraient bénéficier du même accès au produit du travail du fournisseur de services que si les activités étaient exercées par la société elle-même ».

7. Prochaines étapes

Nous comptons tenir des consultations ciblées avec les intervenants pour nous aider à recueillir de l'information et présenter différents points de vue sur les questions abordées dans le document de consultation. Ces consultations externes peuvent inclure la tenue d'une table ronde après la période de consultation et la création d'un comité consultatif qui servirait de forum pour le partage de données et la discussion des initiatives réglementaires possibles. D'après l'issue de notre examen et des consultations, nous pourrions conclure qu'aucune mesure réglementaire n'est nécessaire ou, selon le cas, recommander une réforme réglementaire pour certains sujets.

Nous insistons sur le fait que nous ne concluons pas que des mesures réglementaires précises sont souhaitables.

8. Consultation

Veillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le **13 novembre 2013**. Si vous ne les envoyez pas par courriel, veuillez également nous fournir ou joindre votre mémoire dans un fichier électronique (format Word pour Windows).

Prière d'adresser vos commentaires aux membres des ACVM comme suit :

British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commission
 Saskatchewan Financial Services Commission
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 Autorité des marchés financiers
 Commission des services financiers et des services aux consommateurs du Nouveau-Brunswick
 Superintendent of Securities, Île-du-Prince-Édouard
 Nova Scotia Securities Commission
 Securities Commission of Newfoundland and Labrador
 Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
 Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
 Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

⁶⁵ Par exemple, il existe des obligations relatives à la tenue de registres par les personnes inscrites, qui peuvent faire l'objet d'examen de conformité. Se reporter notamment à l'avis 33-724, (2004) *OSC Compliance Team, Capital Markets Branch, Annual Report*, qui soulignait l'augmentation des lacunes en matière de vote par procuration pour la période du 1^{er} avril 2003 au 31 mars 2004 dans le cadre d'un examen des conseillers en placements et des gestionnaires de portefeuille. Le rapport mentionnait également ce qui suit : [traduction] « [...] les politiques et procédures écrites sur le vote par procuration de bon nombre de conseillers sont inadéquates. Nous soulignons également que les droits de vote rattachés aux procurations n'étaient pas toujours exercés et qu'aucune mesure permettant de régler les questions litigieuses n'était en place. Un autre problème couramment relevé était le manque d'information sur la responsabilité du vote par procuration dans la convention de gestion de placements conclue avec les clients ». L'avis 33-728 du personnel de la CVMO, *2007 Annual Report – Compliance Team* indiquait que la tenue des registres, notamment ceux des procurations pour lesquelles les droits de vote ont été exercés et les journaux de procurations, constituait une lacune courante chez les petits conseillers en placements et gestionnaires de portefeuille (ceux dont les actifs sont inférieurs à 250 millions de dollars).

Veillez n'envoyer vos commentaires qu'aux adresses suivantes et ils seront distribués aux autres membres des ACVM.

M^e Anne-Marie Beaudoin
 Secrétaire générale
 Autorité des marchés financiers
 800, square Victoria, 22^e étage
 C.P. 246, tour de la Bourse
 Montréal (Québec)
 H4Z 1G3
 Télécopieur : 514-864-6381
 Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 20 Queen Street West
 22nd Floor
 Toronto (Ontario)
 M5H 3S8
 Télécopieur : 416-593-2318
 Courrier électronique : comments@osc.gov.on.ca

Les commentaires reçus seront mis à la disposition du public sur les sites Web www.osc.gov.on.ca et www.lautorite.qc.ca et sur celui de certaines autres autorités en valeurs mobilières. Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces prévoit la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Il est donc possible que certains renseignements personnels des intervenants, tels que leur adresse résidentielle, professionnelle ou électronique, figurent sur les sites Web. Il importe que les intervenants précisent en quel nom ils présentent leur mémoire.

9. Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Michel Bourque
 Conseiller en réglementation
 Direction de la réglementation
 Autorité des marchés financiers
 514-395-0337, poste 4466
michel.bourque@lautorite.qc.ca

Marie-Josée Normand-Heisler
 Conseillère en réglementation
 Direction de la réglementation
 Autorité des marchés financiers
 514-395-0337, poste 4464
marie-josee.normand-heisler@lautorite.qc.ca

Naizam Kanji
Deputy Director, Mergers & Acquisitions,
Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416-593-8060
nkanji@osc.gov.on.ca

Frédéric Duguay
Senior Legal Counsel, Mergers &
Acquisitions, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416-593-3677
fduguay@osc.gov.on.ca

Winnie Sanjoto
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416-593-8119
wsanjoto@osc.gov.on.ca

Eric Pau
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6764
epau@bcsc.bc.ca

Sophia Mapara
Legal Counsel, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403-297-2520
sophia.mapara@asc.ca

Annexe A

Aperçu du fonctionnement d'une assemblée d'actionnaires

La présente annexe donne un aperçu détaillé du fonctionnement d'une assemblée d'actionnaires.

En vertu de la plupart des lois sur les sociétés, les administrateurs doivent généralement convoquer une assemblée annuelle des actionnaires au plus tard 15 mois après la tenue de l'assemblée annuelle précédente et, dans tous les cas, au plus tard six mois après la fin de l'exercice de l'émetteur. Les politiques de la Bourse de Toronto exigent des émetteurs inscrits à sa cote qu'ils tiennent une assemblée annuelle des actionnaires dans les six mois suivant la fin de leur exercice, ou plus tôt, selon ce que prévoit la législation en valeurs mobilières. La Bourse de croissance TSX prévoit des obligations semblables. Les administrateurs peuvent également convoquer une assemblée extraordinaire n'importe quand.

1. Avis de convocation et établissement de la date de clôture des registres

Les lois sur les sociétés et les statuts ou règlements des sociétés prévoient généralement la transmission d'un avis de convocation au moins 21 jours et au plus 60 jours avant la date de l'assemblée des actionnaires⁶⁶.

L'émetteur doit également fixer une date de clôture des registres. En vertu de certaines lois sur les sociétés (par exemple, la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (« LCSA »)), les émetteurs doivent, en théorie, établir deux dates de clôture des registres : une pour les actionnaires inscrits habilités à recevoir l'avis de convocation et une pour les actionnaires habilités à voter⁶⁷. Dans les faits, les émetteurs établissent généralement une seule date de clôture des registres pour l'assemblée et pour le vote. Autrement, il serait nécessaire d'envoyer deux jeux de documents relatifs à l'assemblée et d'instaurer un mécanisme pour identifier et rejeter les votes par procuration envoyés par les actionnaires inscrits à la date de clôture des registres pour l'avis qui ne l'étaient plus à la date de clôture des registres pour le vote.

⁶⁶ L'article 2.1 du Règlement 54-101 prévoit que la date de clôture des registres pour l'avis ne doit pas précéder de moins de 30 jours et de plus de 60 jours la date de l'assemblée, mais toutes les lois sur les sociétés prévoient un délai de 21 jours (à l'exception de l'Ontario, où le délai est de 30 jours, et des lois de la Nouvelle-Écosse, de l'Île-du-Prince-Édouard et du Québec, qui ne prévoient pas de date de clôture des registres pour l'avis). Le Règlement 54-101 prévoit par ailleurs que l'émetteur qui suit les procédures de notification et d'accès pour l'envoi des documents relatifs à l'assemblée doit fixer une date de clôture des registres qui ne précède pas de moins de 40 jours la date de l'assemblée.

⁶⁷ LCSA, sous-paragraphes *c* et *d* du paragraphe 1 de l'article 134.

2. Production de la liste de votants

a) Actionnaires inscrits

En vertu du droit des sociétés, un émetteur identifie ses actionnaires inscrits au moyen du registre des actionnaires tenu par l'agent des transferts, et dresse sa liste de votants en fonction de celui-ci⁶⁸.

b) Propriétaires véritables

La législation en valeurs mobilières prévoit que les intermédiaires dressent une liste⁶⁹ de leurs clients qui sont les propriétaires véritables à la « **date de détermination de la propriété véritable** »⁷⁰ qui sont habilités à recevoir :

- la circulaire de sollicitation de procurations;
- un formulaire d'instructions de vote, et ainsi faire l'objet d'une sollicitation.

Au moins 20 jours avant la date de clôture des registres⁷¹, l'agent des transferts envoie aux « premiers intermédiaires » (Broadridge) une « demande de renseignements sur la propriété véritable »⁷².

Dans les trois jours ouvrables suivant la réception de cette demande, les premiers intermédiaires (Broadridge) doivent transmettre l'information sur le nombre de jeux de documents relatifs à l'assemblée nécessaires (qui reflète également le nombre de documents requis par les titulaires de compte d'un intermédiaire du premier intermédiaire).

3. Envoi des documents et sollicitation des instructions de vote

a) Actionnaires inscrits

L'émetteur (par l'entremise de son agent des transferts) envoie à l'actionnaire inscrit la circulaire de sollicitation de procurations et le formulaire de procuration de la direction. Ces documents doivent être transmis dans les 21 à 60 jours précédant la date de l'assemblée⁷³. L'agent des

⁶⁸ Voir le sous-paragraphe a du paragraphe 1 de l'article 135 de la LCSA.

⁶⁹ Le *2011 Canadian Intermediary Services Guide* de Broadridge décrit la façon précise dont cette liste doit être dressée.

⁷⁰ Cette date correspond généralement à la date de clôture des registres pour l'avis et pour le vote.

⁷¹ Voir l'article 2.5 du Règlement 54-101.

⁷² Voir l'*Annexe 54-101A2, Demande de renseignements sur la propriété véritable*. Pour les besoins de la discussion, un premier intermédiaire est un adhérent de CDS.

⁷³ Voir l'article 44 du *Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral*, 2001, DORS/2001-512; article 9.2 du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*.

transferts doit déposer au moyen de SEDAR et afficher sur le site de celui-ci une attestation d'envoi à l'égard des porteurs inscrits⁷⁴.

b) Propriétaires véritables

L'émetteur décidera s'il transmettra lui-même (par l'entremise de son agent des transferts) les documents aux propriétaires véritables non opposés ou si les intermédiaires (Broadridge) les transmettront à l'ensemble des propriétaires véritables. Les documents relatifs à l'assemblée doivent être envoyés 21 jours avant la date de l'assemblée; cela dit, si l'émetteur suit les procédures de notification et d'accès, ils doivent l'être au moins 30 jours avant la date de l'assemblée⁷⁵. Le Règlement 54-101 établit les délais dont disposent les émetteurs pour transmettre les jeux de documents appropriés aux premiers intermédiaires (Broadridge), et les intermédiaires (Broadridge), pour envoyer les documents.

4. Collecte des instructions de vote

a) Actionnaires inscrits

Les actionnaires inscrits signent et retournent le formulaire de procuration de la direction qui leur a été envoyé. Ils doivent transmettre les instructions de vote par écrit⁷⁶. La majorité envoie leurs votes par procuration en version papier.

b) Propriétaires véritables

Les propriétaires véritables retournent le plus souvent leurs instructions de vote par voie électronique (par téléphone, par télécopieur, par Internet ou au moyen de la plateforme électronique appropriée). Celles-ci sont transmises à l'intermédiaire (Broadridge) ou à l'agent des transferts (selon le cas). Le vote est contrôlé par des systèmes électroniques qui transmettent à l'investisseur un numéro de contrôle unique.

⁷⁴ Par ailleurs, les agents des transferts transmettent souvent à leurs clients un affidavit ou une attestation d'envoi pour leur fournir une assurance que l'assemblée a été convoquée en bonne et due forme.

⁷⁵ Voir l'article 2.9 du Règlement 54-101. Soulignons que l'intermédiaire qui reçoit des documents relatifs à une assemblée d'un autre intermédiaire doit les transmettre à ses clients investisseurs dans un délai d'un jour ouvrable suivant la réception. Cette étape est cependant omise puisque Broadridge transmet les documents relatifs aux procurations pour le compte de pratiquement tous les intermédiaires.

⁷⁶ Voir l'article 153 de la LCSA. Or, l'*Instruction générale 11-201 relative à la transmission électronique de documents* prévoit que l'obligation de transmission des instructions de vote « par écrit » peut être respectée par la transmission électronique d'un document, notamment la transmission par téléphone, si le format électronique garantit l'intégrité de l'information figurant dans le document et permet au destinataire d'en conserver un exemplaire permanent.

5. Transmission des votes par procuration et des instructions de vote

a) Actionnaires inscrits

En vertu de bon nombre de lois canadiennes sur les sociétés, un émetteur peut établir une date limite pour les procurations; or, cette date ne peut généralement se situer plus de 48 heures (en excluant les samedis, les dimanches et les jours fériés) avant le début de l'assemblée à laquelle se rapporte la procuration. Certains émetteurs donnent un délai de 48 heures alors que d'autres fixent la date limite à 24 heures avant le début de l'assemblée.

En règle générale, l'agent des transferts est responsable de la compilation des procurations envoyées par les actionnaires inscrits⁷⁷.

b) Propriétaires véritables

Broadridge compile les instructions de vote dans un rapport de compilation en les regroupant par intermédiaire, et transmet électroniquement les rapports au compilateur officiel⁷⁸.

Broadridge préfère recevoir les instructions de vote au moins un jour ouvrable avant la date limite pour les procurations (afin de lui permettre d'établir le rapport de compilation avant l'heure limite pour les procurations).

Si l'émetteur a envoyé des documents relatifs à l'assemblée aux propriétaires véritables non opposés et sollicité directement des instructions de vote, ces derniers devront retourner leurs instructions de vote directement à l'agent des transferts.

⁷⁷ L'agent des transferts fera de même pour les instructions de vote reçues des propriétaires véritables non opposés s'il s'est chargé de leur envoi pour le compte de l'émetteur.

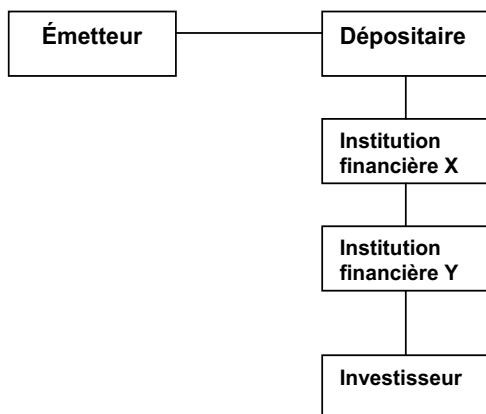
⁷⁸ Broadridge prépare les rapports de compilation pour le compte de ses intermédiaires en fonction de l'échéancier suivant :

- Rapport de vote de 15 jours – si les documents ont été postés au moins 25 jours civils avant l'assemblée, le premier rapport de vote sera envoyé 15 jours civils avant celle-ci.
- Rapport de vote de 10 jours - si les documents ont été postés entre 15 et 25 jours civils avant l'assemblée, le premier rapport de vote sera envoyé 10 jours civils avant celle-ci.
- Rapports de vote quotidiens – à compter du 9^e jour civil précédant l'assemblée, des rapports quotidiens seront envoyés jusqu'au jour de l'assemblée, inclusivement.
- Jour précédant l'assemblée – un rapport de vote sera généré vers 19 h (heure de l'Est) le soir précédant l'assemblée.
- Jour de l'assemblée – un rapport de vote sera généré le matin de l'assemblée.

Le premier rapport de vote envoyé par Broadridge sera cumulatif. Il indiquera tous les votes retournés à la date du rapport. Les rapports de vote supplémentaires feront état des votes nouvellement retournés, qui doivent être ajoutés à ceux déjà déclarés. Se reporter au *Canadian Intermediary Services Guide 2011* de Broadridge, note 45 ci-dessus, page 13.

Annexe B⁷⁹

Pluralité des cadres juridiques applicables aux systèmes de détention au moyen d'un intermédiaire



Modèle	Modèle des titres intermédiés (Canada et États-Unis)	Modèle fiduciaire (Angleterre et pays de Galles, Irlande, Australie)	Modèle d'indivision des biens (France)	Modèle de mise en commun des biens (Allemagne, Autriche, Japon)
Dépositaire	Le prête-nom de CDS est le porteur inscrit et propriétaire en common law	CREST (Royaume-Uni) ou CHESS (Australie) fait office de registre des sociétés en vertu du droit des sociétés et n'a aucun intérêt juridique	Euroclear agit à titre de registre et n'a aucun intérêt juridique sur les titres.	Clearstream (Allemagne) et d'autres entités équivalentes maintiennent une mise en commun de titres et n'ont aucun intérêt juridique sur ceux-ci.
Institution financière X	L'adhérent de CDS détient des titres intermédiés à l'égard de celle-ci	L'adhérent de CREST est le propriétaire en common law des titres qu'il détient dans CREST, pour son compte ou celui du client.	Elle n'a aucun intérêt juridique sur les titres.	Elle ne détient aucun intérêt juridique autre qu'un intérêt résiduel comparable à la possession ou au contrôle de fait.
Institution financière Y	Elle détient des titres intermédiés à l'égard de l'institution financière X.	Elle est propriétaire réelle des titres du compte détenu auprès de l'institution financière X.	Elle n'a aucun intérêt juridique sur les titres.	Elle ne détient aucun intérêt juridique autre qu'un intérêt résiduel comparable à la possession ou au contrôle de fait.
Investisseur	Il détient des titres intermédiés à l'égard de l'institution financière Y.	Il est propriétaire réel des titres du compte détenu auprès de l'institution financière Y.	Il a l'entière propriété des titres du compte détenu auprès de l'institution financière Y.	Il a un intérêt partagé dans la mise en commun des titres au niveau du dépositaire.

⁷⁹ L'information figurant dans la présente annexe est tirée du document rédigé par Phillip Paech, note 17 ci-dessus.

Modèle	Modèle des titres intermédiés (Canada et États-Unis)	Modèle fiduciaire (Angleterre et pays de Galles, Irlande, Australie)	Modèle d'indivision des biens (France)	Modèle de mise en commun des biens (Allemagne, Autriche, Japon)
			Cependant, il ne peut y avoir accès que par l'entremise de l'institution financière Y et non d'un autre intermédiaire d'un niveau supérieur.	Cependant, il ne peut y avoir accès que par l'entremise de l'institution financière Y et non d'un autre intermédiaire d'un niveau supérieur.

Certains pays (les pays nordiques, la Grèce, la Pologne, la Chine et le Brésil) ont des « systèmes transparents » au sein desquels les investisseurs détiennent des comptes directement auprès du dépositaire, et les institutions financières « administrent » simplement les comptes. En revanche, ce système ne fonctionne pas pour les titres détenus dans plusieurs pays puisque les intermédiaires étrangers ne font pas partie du cadre juridique et opérationnel particulier nécessaire pour administrer un compte. Dans cette situation, un dépositaire détiendra un compte auprès d'un autre dépositaire, et le cadre de propriété s'apparente au modèle de mise en commun des biens.

Notons que ce tableau ne fait pas état des autres différences notables dans la structure juridique relativement aux droits de vote et de propriété des émetteurs et des investisseurs dans ces pays, par exemple les lois sur les sociétés et l'insolvabilité, les règles en matière de propriété et la réglementation des valeurs mobilières ou des marchés financiers. Le tableau ne suggère donc pas qu'un cadre juridique particulier pour un système de détention au moyen d'un intermédiaire est supérieur à un autre.

Annexe C

Examens du vote par procuration réalisés aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Australie et en France

Les investisseurs institutionnels, les dépositaires et les organismes de réglementation ailleurs dans le monde ont aussi procédé à l'examen de leur infrastructure du vote par procuration et de l'exactitude du vote par procuration. Voici une liste non exhaustive de ces initiatives :

- États-Unis.** Le 14 juillet 2010, la Securities and Exchange Commission a publié un document de réflexion (le « **document de réflexion de la SEC** ») pour consultation sur divers sujets associés au système américain de procuration. Ce document visait à obtenir des commentaires sur les trois sujets suivants : (1) garantir l'exactitude, la transparence et l'efficacité du processus de vote; (2) améliorer la communication avec les actionnaires et leur participation; et (3) analyser le lien entre le droit de vote et l'intérêt financier. Il décrivait les préoccupations relatives à ces trois sujets qui avaient été exprimées par les participants au marché et présentait plusieurs réponses réglementaires possibles⁸⁰. La SEC a reçu près de 250 mémoires et n'a pas, jusqu'à maintenant, élaboré de réglementation à l'égard des sujets traités.
- Royaume-Uni.** Les actionnaires institutionnels, les dépositaires et les organismes de réglementation ont mis sur pied, en 1999, un groupe de travail sur le vote des actionnaires chargé d'étudier les obstacles à l'exercice des droits de vote rattachés aux actions des sociétés britanniques et ont établi une série de rapports entre 2001 et 2007. Le rapport de 2007 mettait en évidence la persistance du problème des votes « perdus » et les difficultés à suivre la trace du vote de l'investisseur à l'émetteur ou à l'agent comptable des registres. Le rapport décrivait un exercice réalisé par Georgeson Shareholder Ltd. consistant à suivre la trace de votes, lequel a permis de conclure que sur les votes exprimés par 25 investisseurs institutionnels lors d'une assemblée annuelle, 4,97 % d'entre eux étaient « perdus » au motif, le plus courant (49,6 %), qu'un nombre trop élevé de votes avaient été envoyés à la date de clôture des registres, donnant ainsi lieu à leur rejet. Ce même rapport recommandait que les participants au processus de vote prennent des mesures pour en favoriser l'efficacité et la transparence et établir une piste d'audit claire, et incitait davantage de sociétés à faire un suivi pour vérifier si des votes avaient été perdus⁸¹. Le 26 avril 2012, l'Institute of Chartered Secretaries and Administrators Registrars Group a publié une note d'orientation sur les questions pratiques entourant le vote aux assemblées générales, qui exposait notamment certains

⁸⁰ États-Unis, *Concept Release on the U.S. Proxy System*, Securities and Exchange Commission des États-Unis, Document No. 34-62495, (14 juillet 2010), en ligne à l'adresse suivante : <<http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>> , page 7.

⁸¹ Paul Myners, « Review of the Impediments to Voting UK Shares: Report by Paul Myners to the Shareholder Voting Working Group – An Update on Progress Three Years On », juillet 2007, pages 1 et 2 en ligne à l'adresse suivante : <<http://www.investmentfunds.org.uk/press-centre/2007/20070730/>>.

points de vue et des indications sur la façon dont certaines questions de rapprochement peuvent être réglées⁸².

- **Australie.** En septembre 2007, l'Investment and Financial Services Association (maintenant le Financial Services Council) a présenté des observations relatives à une enquête du Parliamentary Joint Committee on Corporations and Financial Services (comité parlementaire mixte australien sur les sociétés par actions et les services financiers) sur l'engagement et la participation des actionnaires. Les observations faisaient état des préoccupations sur l'intégrité du système de vote par procuration et recommandaient des réformes de la législation et du secteur afin d'améliorer le système. En juin 2008, le comité mixte a publié son rapport final sur l'engagement et la participation des actionnaires, qui comprenait des recommandations générales destinées à améliorer l'intégrité du système de vote par procuration⁸³. Le gouvernement australien poursuit l'examen des recommandations. En septembre 2011, l'Australian Institute of Company Directors a publié un rapport soulignant la question toujours préoccupante des votes « perdus », mal comptabilisés et rejetés et de l'absence d'une piste d'audit pour vérifier que les droits de vote de l'investisseur avaient été exercés conformément aux instructions⁸⁴.
- **France.** En 2001, l'Autorité des marchés financiers française a mis sur pied un groupe de travail dont l'objectif était d'améliorer l'exercice des droits de vote des actionnaires lors des assemblées générales, et a publié, pour consultation, un rapport en 2012. Le groupe de travail faisait mention du risque que les votes des investisseurs institutionnels non-résidents ne soient pas comptabilisés aux assemblées en raison de la complexité de la longue chaîne de prestataires de services utilisés par ces investisseurs et leurs dépositaires. Il indiquait par ailleurs qu'un certain nombre d'améliorations avaient été apportées au système de vote en France. Or, les actionnaires qui souhaitent recevoir de l'information pertinente sur l'assemblée et la prise en compte de leur vote devraient envisager de s'inscrire directement dans les registres de l'émetteur ou de détenir leurs titres au porteur auprès d'un dépositaire français⁸⁵.

⁸² Institute of Company Secretaries and Administrators Registrars Group, Practical issues around voting at general meetings (avril 2012), en ligne à l'adresse suivante : <https://www.icsaglobal.com/assets/files/pdfs/guidance/Guidance%20notes%202012/ICSA%20Registrars%20Group%20Best%20Practice%20Note%20-%20Practical%20issues%20around%20voting%20at%20general%20meetings%20-%20April%202012.pdf>.

⁸³ Parliamentary Joint Committee on Corporations and Financial Services, Better Shareholders – Better Company: Shareholder engagement and participation in Australia (juin 2008), en ligne à l'adresse suivante : http://www.aph.gov.au/Parliamentary_Business/Committees/Senate_Committees?url=corporations_ctte/completed_inquiries/2008-10/sharehold/report/index.htm.

⁸⁴ Australian Institute of Company Directors, Institutional Share Voting and Engagement: Exploring the Links Between Directors, Institutional Shareholders and Proxy Advisers (septembre 2011), en ligne à l'adresse suivante : http://www.companydirectors.com.au/Director-Resource-Centre/Research-reports/-/media/Resources/Director%20Resource%20Centre/Research/AICD%20%20ISVotingWeb_FINAL.ashx, page 8.

⁸⁵ Olivier Poupart Lafarge, « Rapport final sur les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées », (2 juillet 2012), pages 24 et 28, en ligne à l'adresse suivante : <http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fa985cfe0-4354-4fca-aba4-234cdf408d74>.

CSA Consultation Paper 54-401

Review of the Proxy Voting Infrastructure

August 15, 2013

Table of Contents

Part 1	Introduction
1.1	Shareholder voting and its importance to Canadian capital markets
1.2	Proxy voting's relation to shareholder voting
Part 2	Overview of the Consultation Paper
2.1	Purpose of the Consultation Paper
2.2	Structure of the Consultation Paper
Part 3	Factors contributing to the complexity of proxy voting
3.1	The intermediated holding system
3.2	Share lending
3.3	Use of voting agents
3.4	The OBO-NOBO concept
Part 4	Overview of the proxy voting infrastructure
4.1	Generating the voter list
4.2	Sending the materials and soliciting voting instructions
4.3	Collecting voting instructions and transmitting proxy votes to the official tabulator
4.4	Tabulating the votes
Part 5	Proposed issues for further review
5.1	Vote reconciliation
	5.1.1 Impact of share lending on generating the voter lists
	5.1.2 Omnibus proxies and restricted proxies
	5.1.3 Over-reporting and over-voting
5.2	End-to-end vote confirmation
Part 6	Other issues
6.1	Impact of the OBO-NOBO concept on voting integrity
6.2	Inability of investment manager to vote due to gaps in managed account information
6.3	Accountability of service providers
Part 7	Next steps
Part 8	Request for comment
Part 9	Questions
Appendices	
Appendix A	Overview of the Shareholder Meeting Process
Appendix B	Differing Legal Frameworks Applicable to Intermediated Holding Systems
Appendix C	Reviews of Proxy Voting in the U.S., U.K., Australia and France

Part 1 – Introduction

1.1 Shareholder voting and its importance to Canadian capital markets

A fundamental feature of share ownership in Canada is the right to vote on matters affecting the corporation.

Corporate law gives shareholders the right to vote for directors and the right to vote for their removal. It gives them the right to approve an auditor's appointment. It also gives them the right to approve certain fundamental changes and transactions, including change of control transactions or significant asset sales.

Securities legislation also gives shareholders important voting rights. Reporting issuers must obtain minority shareholder approval for certain types of special transactions.¹ Recently, we published for comment proposed new frameworks for the regulation of shareholder rights plans, including a proposal that would give shareholders voting rights to approve or terminate a rights plan adopted by a board.²

Finally, exchanges also require shareholder votes in a number of circumstances. The Toronto Stock Exchange's (TSX) policies require shareholder approval for certain types of dilutive transactions, and the detailed disclosure of the proxy votes received for individual directors.³ The TSX is also considering whether listed companies must adopt majority voting.⁴ The TSX Venture Exchange (TSXV) requires shareholder approval for major corporate actions such as a change of business, reverse take-over and certain qualifying transactions of capital pool companies.⁵

Shareholder voting is one of the most important methods by which shareholders can affect governance, communicate preferences and signal confidence or lack of confidence in an issuer's management and oversight. Issuers also rely on shareholder voting to confirm the approval of important corporate transactions or votes on governance matters such as shareholder rights plans or stock option plans. Shareholder voting is therefore fundamental to, and enhances the quality and integrity of, our public capital markets.

¹ *Regulation 61-101 respecting Protection of Minority Security Holders in Special Transactions* (February 2008).

² Notice and Request for Comment – Draft *Regulation 62-105 respecting Security Holder Rights Plans*, Draft *Policy Statement to Regulation 62-105 respecting Security Holder Rights Plans* and Draft *Consequential Amendments* (March 14, 2013). The *Autorité des marchés financiers* also published concurrently *Consultation Paper An Alternative Approach to Securities Regulators' Intervention in Defensive Tactics* inviting comment on an alternative approach to that contemplated by the CSA proposal (March 14, 2013).

³ Section 611(c) of Part VI of the TSX Company Manual.

⁴ Proposed Amendments to Part IV of the TSX Company Manual (October 4, 2012), online: <http://tmx.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2072&element_id=821>.

⁵ Policy 5.2 *Change of Business and Reverse Takeovers* of the TSX Venture Exchange Corporate Finance Manual.

1.2 Proxy voting's relation to shareholder voting

A shareholder vote takes place at a meeting of shareholders.⁶ Historically, under common law, a corporation's shareholders had to attend meetings in person in order to exercise their right to vote. However, if the corporation's articles permitted, a shareholder could appoint another individual, known as a **proxy**, to attend and act on his behalf at a meeting of shareholders in the same manner, and to the same extent as if the shareholder were himself present at the meeting. The appointment was effected through a written instrument known as an "instrument of proxy". Eventually, the term "proxy" was used increasingly to refer to the written instrument that gave an individual voting authority, while the individual who was given voting authority was known as the **proxy holder** or **nominee**.⁷

With the development of securities markets and public, widely-held corporations, it became increasingly unlikely that shareholders of public corporations could attend and vote in person at meetings. Canadian corporate legislation gave shareholders the right to attend and vote at shareholder meetings by proxy by the mid-20th century. However, corporate and securities legislation did not prescribe a detailed proxy system until after the Kimber Committee's Report of 1965 (the **Kimber Report**). The Kimber Report's recommendations formed the basis for reforms in corporate and securities legislation that established the current proxy voting regime.⁸ This regime consists of the following elements:

- mandatory solicitation of proxies from shareholders by management,
- a prescribed form of proxy for management and others who solicit proxies, and
- mandatory provision of an information circular by management or others who solicit proxies.

Currently, the vast majority of voting occurs through proxy voting. Accurate proxy voting, therefore, is integral to the legitimacy of shareholder voting and fosters confidence in our capital markets. Efficient capital markets depend critically on the manner in which shareholders exercise their voting rights.

In practice, proxy voting involves the network of organizations, systems, legal rules and market practices that support the solicitation, collection, submission and tabulation of proxy votes for a shareholder meeting; we refer to this as the **proxy voting infrastructure**.

Issuers and investors have a common interest in a reliable and transparent proxy voting infrastructure that reduces transaction costs, reduces discretion in processing votes and gives each vote its full weight. Issuers and investors have recently expressed a lack of confidence in

⁶ For a high-level overview of the shareholder meeting process, see Appendix A. We use the term "shareholder" in this Consultation Paper generally to refer to all securityholders.

⁷ *Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario* (March 1965) at 49; Kevin P. McGuinness, *Canadian Business Corporations Law*, 2d. ed. (2007: LexisNexis Canada Inc.) at 1177.

⁸ Welling, *Corporate Law in Canada: The Governing Principles*, 2d. ed. (1991: Butterworths Canada Ltd.) at 499.

the reliability of the proxy voting infrastructure and have engaged in discussions on how to address these concerns. Notable examples include:

- the publication by Davies Ward Phillips & Vineberg LLP of a discussion paper on “The Quality of the Shareholder Vote in Canada” in October 2010,⁹
- the Shareholder Voting Symposium held in June 2011 co-hosted by RBC Dexia Investor Services Limited (**RBC Dexia**), the British Columbia Investment Management Corporation and the Canadian Coalition for Good Governance,¹⁰ and
- the Canadian Society of Corporate Secretaries’ (CSCS) Shareholder Democracy Summit held in October 2011.¹¹

It appears, however, that issuers and investors ultimately may not have sufficient access to information regarding, or control over, significant portions of the proxy voting infrastructure. As a result, it is difficult for them to assess the reliability of the infrastructure *as a whole*. It is important to assess the reliability of the proxy voting infrastructure as a whole because the value and weight of an individual investor’s proxy vote ultimately is affected by all the other proxy votes that are solicited, collected, submitted and tabulated. For example, if an investor owns 100 shares, the relative weight of his 100 shares decreases as more shares are voted by others, and conversely, the relative weight increases as fewer shares are voted by others. Furthermore, the more others vote in accordance with the investor’s vote, the more likely the investor will attain his desired voting outcome. To give full weight (but not under- or over-weight) to an investor’s vote therefore requires a holistic approach to reviewing the proxy voting infrastructure.

The rise in institutional share ownership of public companies, the presence of activist hedge fund investors and the greater willingness of shareholders generally to challenge boards and management on governance and performance matters have seen a broad increase in proxy contests over the last few years. We anticipate this trend to continue and result in greater stress being imposed on the proxy voting infrastructure.

Given the importance of proxy voting to our capital markets and the difficulties issuers and investors face in establishing the reliability of the proxy voting infrastructure as a whole, we think more active securities regulatory involvement in reviewing the proxy voting infrastructure

⁹ Davies Ward Phillips & Vineberg LLP, *The Quality of the Shareholder Vote in Canada* (October 22, 2010) at 64, online: <<http://www.dwpv.com/Sites/shareholdervoting/index.htm>>. [*Davies Paper*]

¹⁰ RBC Dexia, *A Case for Change: Shareholder voting symposium summary report* (October 2011), online: <http://www.cscs.org/Resources/Documents/summit/Resources/RBC%20Dexia%20Shareholder_voting_report%20FINAL.pdf>. [*Dexia Report*]

¹¹ CSCS Shareholder Democracy Summit, online: <<http://www.cscs.org/SummitResources>>. See also CSCS, *Shareholder Democracy Summit Inaugural Report* (October 24-25, 2011), online: <<http://www.cscs.org/Resources/Documents/summit/Summit%20Repor.pdf>>. [*CSCS Inaugural Report*]

is appropriate. This increased involvement is consistent with our mission as securities regulators to, among other things, foster fair, efficient and vibrant capital markets.¹²

Part 2 – Overview of the Consultation Paper

2.1 Purpose of the Consultation Paper

We are publishing this consultation paper (the **Consultation Paper**) to outline and seek feedback from issuers, investors and other stakeholders on a proposed approach to address concerns regarding the integrity and reliability of the proxy voting infrastructure. We have identified two issues which we intend to examine further because, in our view, they have the most potential to impact the ability of the proxy voting infrastructure to function accurately and reliably. These issues are:

1. Is accurate vote reconciliation occurring within the proxy voting infrastructure?

Vote reconciliation refers to the process by which proxy votes from registered shareholders and voting instructions from beneficial owners of shares are reconciled against the securities entitlements in the intermediated holding system.¹³ We have identified two main reconciliation challenges. First, the intermediated holding system results in one share having multiple associated entitlements. Unless there is an effective system of reconciliation, there is a risk that valid proxy votes submitted to the tabulator ultimately are discarded because they cannot be properly matched to an appropriate omnibus proxy or registered position. Second, share lending creates a risk that the same share could be voted multiple times. We want to better understand whether the proxy voting infrastructure adequately addresses these vote reconciliation challenges.

2. What type of end-to-end vote confirmation system should be added to the proxy voting infrastructure?

End-to-end vote confirmation refers to a communication provided to shareholders that their proxy votes and voting instructions have been properly transmitted by the intermediaries, received by the tabulator and tabulated as instructed. Currently, the proxy voting infrastructure does not contain an end-to-end vote confirmation system for beneficial owners of shares, although efforts are underway to develop such functionality. We think that the lack of such functionality can undermine confidence in the accuracy and reliability of proxy voting results. We want to review the current development status of an end-to-end vote confirmation system, as well as consider what features such a system should incorporate.

These issues are described in more detail in Part 5 of the Consultation Paper.

¹² CSA Mission Statement, online: <<http://www.securities-administrators.ca/our-mission.aspx>>.

¹³ Securities entitlements and the intermediated holding system are described in Part 3.

While we recognize that there are other issues related to proxy voting that have been raised by market participants,¹⁴ this Consultation Paper is focussed on issues that are directly related to the accuracy, transparency and integrity of the proxy voting infrastructure. However, to the extent that market participants have comments on other issues, we will consider these comments as part of our ongoing monitoring and consideration of the proxy voting system.

We are publishing this paper for a 90-day comment period and specifically seek comment on whether the focus on the two issues we intend to examine further is appropriate and whether we have asked the right questions in relation to each issue. We have also identified other potentially relevant issues for comment.

The comment period will end on **November 13, 2013**.

2.2 Structure of the Consultation Paper

This Consultation Paper is structured as follows:

- Part 3 outlines four factors that appear to have contributed, or have been suggested as contributing to, the complexity of proxy voting and vote reconciliation challenges;
- Part 4 outlines the key functions performed by the proxy voting infrastructure;
- Part 5 sets out the two issues described above and the questions we are asking about these issues;
- Part 6 set outs additional issues on which we are seeking information in order to better understand whether the proxy voting infrastructure is collecting, submitting and tabulating proxy votes reliably and with integrity; and
- Part 7 sets out proposed next steps.

Part 3 – Factors contributing to the complexity of proxy voting

In theory, all that is necessary for proxy voting to occur is for management of the issuer to send each shareholder that is recorded in the issuer's share register the prescribed management form of proxy and information circular, and for each shareholder to execute the proxy and send it back to management with directions as to how the shareholder wishes management to vote. In practice, however, proxy voting is a complicated process. We stress that we are not suggesting that a complex process necessarily lacks integrity. However, the complexity of proxy voting can make it difficult to establish that the proxy voting infrastructure is functioning reliably.

¹⁴ Examples of such issues include "empty voting", anonymity for beneficial owners, vote reconciliation guidance provided under the Securities Transfer Association of Canada (STAC) proxy protocol, the discretion afforded to chairs of shareholders meetings to rule on proxies, broker solicitation fees and the role of proxy solicitors. These issues will not be specifically addressed in this Consultation Paper.

Based on prior feedback we have received¹⁵ as well as our own review, the following appear to be the main factors contributing to the complexity of proxy voting as well as vote reconciliation challenges:

- the intermediated system of holding securities that supports clearing and settlement;
- securities lending;
- the use of voting agents¹⁶ by investors; and
- the right of investors not to disclose their identities to issuers and others (the **OBO-NOBO** concept).

3.1 The intermediated holding system¹⁷

All major financial markets have adopted a system of centralized clearing and settlement services for publicly-traded securities in order to increase trading efficiency¹⁸ and reduce risks in the trading, clearing and settlement process.

The clearing and settlement service settles securities transfers for participant financial institutions by crediting and debiting the relevant number of securities for each participant account if the aggregate trades by that participant results in a net change in the number of securities in the participant's account (known as **netting**).

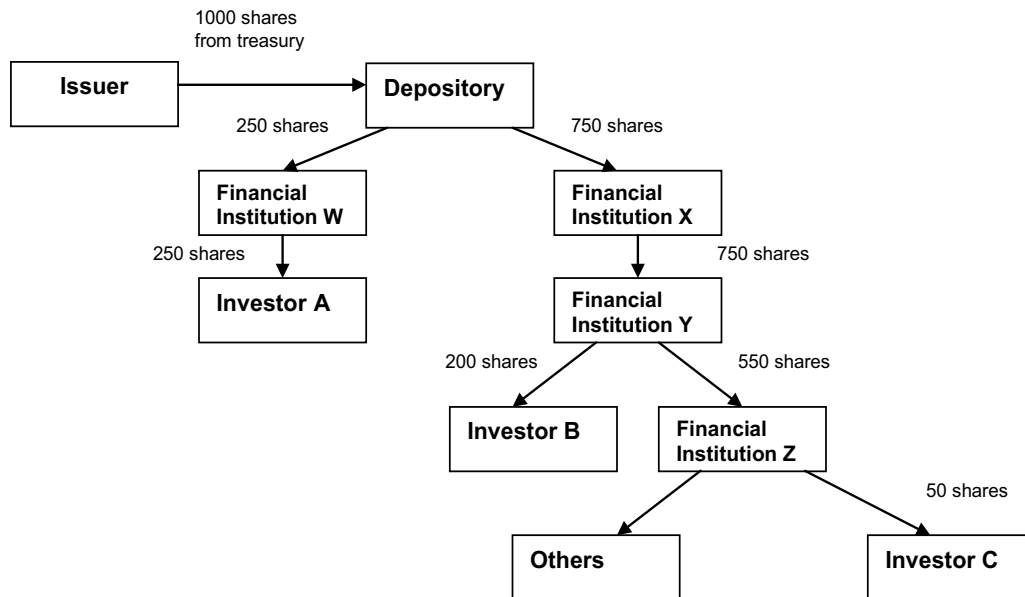
¹⁵See for example “CSA Notice and Request for Comments – Draft *Regulation to amend Regulation 54-101 respecting Communication with Beneficial Owners of Securities of a Reporting Issuer* and Proposed Amendment to Policy Statement to Regulation 54-101 respecting Communication with Beneficial Owners of Securities of a Reporting Issuer” (April 9, 2010) and related comments, online: <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/54-101/2011-06-17/2011juin17-54-101-avis-cons-en.pdf>>, and OSC Staff Notice 54-701 Regulatory Developments Regarding Shareholder Democracy Issues (January 14, 2011) and related comments, online: <<http://www.osc.gov.on.ca/en/30575.htm>>.

¹⁶ We use the term “**voting agents**” broadly in this Consultation Paper to refer to advisors such as proxy advisory firms and investment managers (see Section 3.2).

¹⁷ This section is derived from Paech, Phillip, “Cross-border issues of securities law: European efforts to support securities markets with a coherent legal framework”, Briefing for the European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs (May 2011), online: <<http://www.lse.ac.uk/collections/law/staff/philipp-paech.htm>>. [Paech]

¹⁸ For example, intermediation was necessary for the formation of modern stock exchanges.

Figure 1: Intermediated holding system (simplified)



Note: The 1000 shares could be certificated or uncertificated, depending on the particular legal framework or market practice.

In conjunction with the clearing and settlement system, a central securities depository will take custody of security certificates or maintain electronic records of securities holdings. The depository will maintain accounts for the participant financial institutions (W and X in the illustration above).¹⁹ The participant financial institutions (W and X) maintain accounts for their clients, who can be investors (Investor A) or other intermediaries (Y is a client-intermediary of X, and in turn, Z is a client-intermediary of Y). In most jurisdictions, there will be at least one and often more than one layer of intermediaries between an ultimate investor and the depository. This system of holding securities is known in Canada and the United States as the **indirect holding system**; however, it is more precise to refer to the **intermediated holding of securities** or **intermediated holding system**, as it can be unclear what is meant by an “indirect” holding.²⁰

¹⁹ In Canada, there has been a significant move away from paper certificates. For more information on this process in Canada, see CDS Clearing and Depository Services Inc., “Going Paperless in the Canadian Securities Market: Presentation to Issuers, Underwriter and Law Firms” (2010), online: <<http://www.cds.ca/cdsclearinghome.nsf/Pages/-EN-BEOservices?Open>>.

²⁰ For example, an investor sets up a holding company and holds shares of an issuer through that company. The holding company in turn is registered on the issuer’s share register as the holder of those shares. In this situation, the investor is holding the shares “indirectly”, but not through the intermediated holding system.

Another important feature of intermediated holding systems is that while an intermediary's own securities and client securities are booked to distinct accounts with the intermediary's own account provider, client assets generally are "pooled" in the client account and cannot be distinguished per client:

Intermediaries typically hold securities on an unallocated basis. In other words, the interests of all participants or investors holding interests in like securities are held together in a commingled pool or fungible bulk. The rights of the participants and lower-tier investors relate to securities held in a designated account rather than attaching to particular securities. Pooling all like securities in a single account results in greater settlement efficiencies by reducing the overall costs of administering and reconciling separate holdings.²¹

Currently, a significant majority of shares of reporting issuers are held in the intermediated holding system.²²

While the development of the intermediated holding system was clearly important for trading efficiency and reduction of systemic risk, two important policy issues had to be addressed.

The first issue involved property rights. An investor historically established ownership of a share either by being registered on the corporation's register, or possessing a share certificate. What was the property interest an investor had in shares they purchased and held in intermediary accounts? This question was ultimately resolved through the adoption of provincial securities transfer legislation based on the concept of a **securities entitlement**.²³ A "securities entitlement" is a right that is equivalent to, but not actually, a direct property right in the security. The entitlement holder's interest is asserted against the entitlement holder's own immediate intermediary, e.g. a client against the dealer with whom he has his account, or the dealer against the clearing agency/depository. Another feature of this securities entitlement model is that the Canadian Depository for Securities Limited (**CDS**) is registered as the holder of most shares on the reporting issuer's register. The securities entitlement model is used in Canada and the U.S.; other jurisdictions have different legal frameworks – see Appendix B.

²¹ Mohamed F. Khimji, "The Securities Transfer Act – The Radical Reconceptualization of Property Rights in Investment Securities", (2007) 45 Alberta L. Rev. 137, at 142. See also CDS Participant Rules (Release 2012.12.10), s. 6.1.3 Holding of Securities: "Securities deposited in the Depository Service and identified by the same Security Identifier form a fungible bulk."

²² It is difficult to provide definitive statistics on what percentage of reporting issuer shares are held in the intermediated holding system. However, note that in the case of TELUS Corporation, approximately 95% of its shares were held by CDS. See *TELUS Corporation v. CDS Clearing and Depository Services Inc.*, 2012 BCSC 1539 (CanLII).

²³ The CSA established a task force at the request of the CSA Chairs and the Uniform Law Conference of Canada (**ULCC**) to (i) develop a uniform securities transfer act (**USTA**) that would be as uniform and harmonious as possible with Revised Article 8 of the Uniform Commercial Code; and (ii) promote the uniform implementation of the USTA in each province. A final version of the USTA was adopted as a uniform act by the ULCC on August 26, 2004. To date, securities transfer legislation based on the USTA has been adopted in British Columbia, Alberta, Saskatchewan, Manitoba, Ontario, Québec, New Brunswick, Nova Scotia, Newfoundland and Labrador, Northwest Territories and Nunavut.

Although investors in the intermediated holding system do not actually own shares, but rather have securities entitlements, we will use the term “shares” instead of “securities entitlements” in this Consultation Paper for ease of discussion.

The second issue involved voting rights.²⁴ Under corporate law, only the registered holder has the right to vote, either in person or by proxy, at a meeting. How would investors who hold their shares in the intermediated holding system (as securities entitlements) be able to exercise their voting rights? To address this concern, the CSA approved National Policy Statement 41 Shareholder Communication (**NP 41**) in the late 1980s. NP 41 was subsequently reformulated as *Regulation 54-101 respecting Communication with Beneficial Owners of Securities of a Reporting Issuer (Regulation 54-101)* which came into effect on July 1, 2002.²⁵

Regulation 54-101 requires, in connection with a reporting issuer meeting, that the reporting issuer, CDS and each intermediary that holds shares of that reporting issuer in the intermediated holding system, take certain steps. The purpose of these steps is to facilitate investors or **beneficial owners**²⁶ directing their intermediaries how their shares are to be voted at the meeting.²⁷ The following is a highly simplified summary of these steps:

- CDS must transfer its authority to vote in person or by proxy to each CDS participant in respect of the shares that the CDS participant holds in its account with CDS. The document that transfers voting authority from CDS (as the top-most intermediary and registered holder) to its participant intermediaries is commonly referred to as the **CDS omnibus proxy**.²⁸
- A reporting issuer must provide each CDS participant who holds shares of the reporting issuer with the appropriate numbers of copies of meeting materials requested by the CDS participant for forwarding to all beneficial owners (including beneficial owners who hold through an intermediary that is a client account holder of the CDS participant).
- Each CDS participant must send the meeting materials and a request for voting instructions to each of its client account holders. If the account holder is itself an intermediary, then the CDS participant will provide the account holder with the appropriate quantity of meeting

²⁴ Another issue was information rights, i.e., how investors would receive disclosure that shareholders were entitled to such as financial statements. This issue will not be discussed in this Consultation Paper.

²⁵ NP 41 was based on the recommendations of the Joint Regulatory Task Force on Shareholder Communication, whose members were securities regulators, corporate law administrators and representatives of stock exchanges, depositaries, transfer agents and other interested groups.

²⁶ The term “beneficial owner” has a specific meaning under Regulation 54-101. For purposes of this paper, the term “beneficial owner” will be used in a looser sense to refer to an investor who is not a registered holder of shares, and whose ownership is through a securities entitlement in an intermediary account.

²⁷ Canadian and U.S. securities legislation explicitly places the primary onus for soliciting voting instructions from beneficial owners on the issuer and the intermediaries. In contrast, Australia and the U.K. legislation leave it to beneficial owners and intermediaries to make these arrangements privately.

²⁸ Form 54-101F3 *Omnibus Proxy (Depositaries)*.

materials so that the intermediary can send them to its own account holders. The intermediary also will include a request for voting instructions.

- If the reporting issuer chooses to send meeting materials directly to, and solicit voting instructions from, non-objecting beneficial owners or NOBOs, the CDS participant must transfer its authority to vote in person or by proxy (obtained from CDS) to management of the reporting issuer. The document is known as the **NOBO omnibus proxy**.²⁹

Dissidents are permitted but not required to send meeting materials and solicit voting instructions from beneficial owners. However, dissidents are incentivized to solicit votes from beneficial owners, as under securities law and some corporate statutes, shares held by an intermediary on behalf of an investor cannot be voted without instructions from the investor.³⁰

In order to streamline the process of soliciting votes and collecting voting instructions through multiple levels of intermediaries, intermediaries developed an **intermediary omnibus proxy**. The intermediary omnibus proxy allows meeting materials to be sent to, and votes to be returned from, the intermediary that is closest to the ultimate beneficial owner, by-passing higher levels of intermediaries.³¹ Intermediary omnibus proxies are not contemplated by Regulation 54-101, and were developed based on interpretations of statutory corporate law and the common law on proxy voting. They generally are of relevance only for institutional holdings and cross-border holdings.

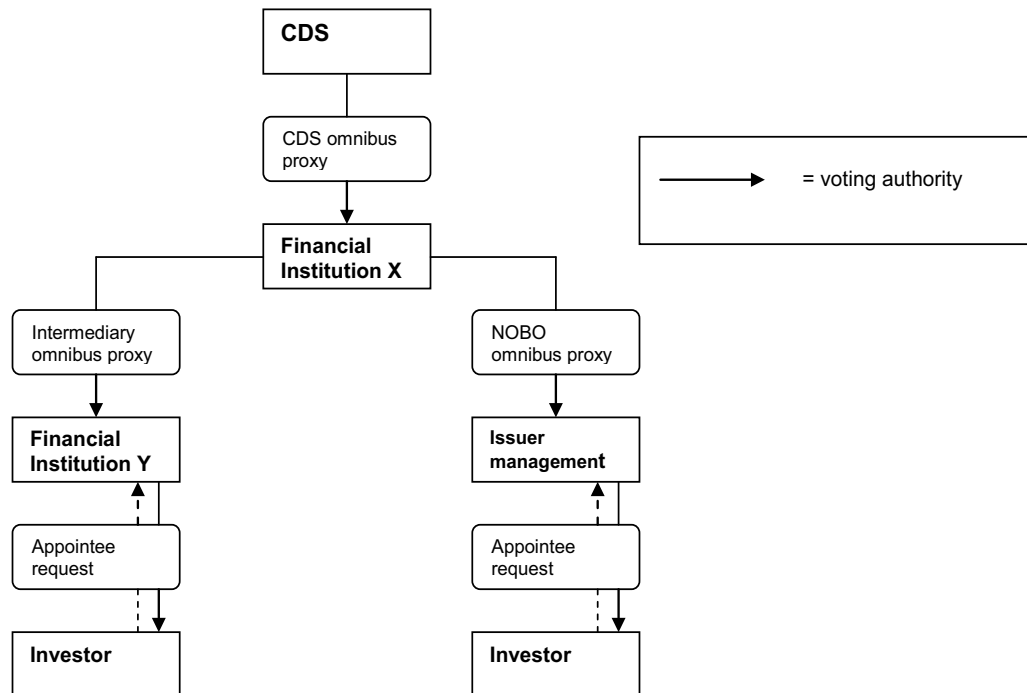
The last intermediary in the chain, i.e., the intermediary with whom the beneficial owner holds an account, generally will not transfer voting authority down to the investor unless the investor specifically asks for it. Regulation 54-101 requires that an intermediary include an option for the investor to request voting authority from the intermediary (commonly known as an **appointee request**) in the request for voting instructions. A request for voting authority can be made by appropriately filling in the request for voting instructions or by another document in writing. Beneficial owners will not typically request this voting authority through an appointee request. Instead, they will provide voting instructions to the intermediary they have an account with directing how the intermediary should proxy vote.

²⁹ Form 54-101F4 *Omnibus Proxy (Proximate Intermediaries)*. The OBO-NOBO concept is further discussed in s. 3.4 below.

³⁰ See, for example, the *Canada Business Corporations Act*, R.S.C. 1985, c. C-44 (**CBCA**), s.153.

³¹ Also known as a **mini omnibus proxy**.

Figure 2: System of proxies down the intermediated holding system



Note: In the case of cross-border issuers, the U.S. depository, Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) issues a similar DTCC omnibus proxy. The DTCC omnibus proxy is not regulated by Regulation 54-101 or other Canadian securities regulation.

3.2 Share lending

Share lending is the market practice whereby shares are temporarily transferred from one party (the **lender**) to another party (the **borrower**) in return for a fee.

Although share lending transactions are commonly described as “loans”, they in fact involve a transfer of title of the shares against a collateralized undertaking to return equivalent shares either on demand or at the end of an agreed term. The “borrower” is the new owner of the shares, and is entitled to vote the shares, receive any dividend or interest payments paid during the loan term or sell the shares on (e.g., to satisfy a short sale). However, the borrower is generally contractually required to make equivalent payments to the “lender” for any dividend and interest payments on the securities over the life of the loan; therefore the lender still “owns” or is “long” the share in economic terms.

Share lenders are generally institutions such as pension and mutual funds and insurance companies. Dealers may also be able to lend any shares that retail investors have purchased on margin. Borrowers are generally dealers and hedge funds who require shares for trading

activities. In between are market intermediaries (in the broad sense of the term), who establish lending programs to facilitate lending. As noted by one commenter,

The importance of intermediaries in the market partly reflects the fact that securities lending is a secondary activity for many of the beneficial owners and underlying borrowers. Intermediaries provide valuable services, such as credit enhancement and the provision of liquidity, by being willing to borrow securities at call while lending them for term. They also benefit from economies of scale, including the significant investment in technology required to run a modern operation. Intermediaries such as custodian banks lend securities as agents on behalf of beneficial owners, alongside the other services provided to these clients. In some markets specialist securities lending agents have also emerged. Agents agree to split securities lending revenues with lenders and may offer indemnities against certain risks, such as borrower default.³²

Share lending results in investors retaining economic exposure to lent shares without corresponding voting rights. This aspect of share lending generally only becomes important when a meeting is about to occur, and an investor decides that it wants to vote. Unless the lender (or its lending intermediary) has made appropriate arrangements, such as arranging to recall equivalent shares from the borrower or some other source in time for the record date, or contracting with the borrower that voting authority remains with the lender, the lender will not be legally entitled to vote. Nevertheless, the investor may still be noted as an “owner” in the intermediary’s records. Without mechanisms in place to properly track lending activity and prevent investors who have lent shares from voting, therefore, there is a risk that a lent share may be voted by both the lender and whoever is the owner of that share on the record date.³³

3.3 Use of voting agents

It is quite common for an investor to fully or partially delegate the voting authority for shares in its account to a professional investment advisor such as an investment manager.³⁴ While this practice has most commonly been associated with institutional holdings, retail investors who hold their shares in managed accounts (i.e., an investment account that is owned by an individual investor, but managed by a professional investment manager) will also delegate voting authority to the investment manager.³⁵ In this situation, we note that there is no mechanism in place to confirm that it is the advisor, and not the investor, who is solicited for voting instructions. Regulation 54-101 does not explicitly address this issue.

³² Mark C. Faulkner, “An Introduction to Securities Lending”, at 9-10, online: <<http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/gilts/securitieslending.pdf>>.

³³ The interaction of share lending with proxy voting is not regulated by Regulation 54-101 or other securities legislation.

³⁴ The term “investment manager” in this Consultation Paper is equivalent in broad terms to a person registered in the category of “portfolio manager” under securities legislation, who is authorized to provide advice to a client with respect to investing in, buying or selling any type of securities, with or without discretionary authority granted by the client to manage the client’s portfolio. However, we use the term “investment manager” as this is the more common term.

³⁵ Often known as **wrap accounts**.

3.4 The OBO-NOBO concept

A unique feature of the Canadian (and U.S.) proxy voting infrastructure is the OBO-NOBO concept, which was first developed in the 1980s in the U.S. and introduced into Canadian securities policy shortly thereafter. An **OBO** (or “objecting beneficial owner”) is a beneficial owner of shares in the intermediated holding system who objects to the intermediary disclosing his name, contact information and securities holdings. A **NOBO** (or “non-objecting beneficial owner”) is a beneficial owner who does not object to disclosure of the above information.³⁶

It is important to note two significant differences between how the OBO-NOBO concept is applied in Canada versus the U.S.:

- In the U.S., an issuer is not permitted to send meeting materials (except annual reports) and solicit voting instructions directly from NOBOs; in Canada, an issuer has the option of doing so.
- In the U.S., issuers must send meeting materials through intermediaries to all beneficial owners regardless of OBO-NOBO status and pay the associated intermediary fees; in Canada, an issuer can choose not to pay the fees charged by intermediaries for sending meeting materials to OBOs.³⁷

Currently, just over half of all beneficial owner accounts in Canada are OBO accounts, and this trend has been increasing over the past few years.³⁸

³⁶ In Canada, Regulation 54-101 requires intermediaries to obtain a client’s OBO-NOBO preferences when the client opens an account.

³⁷ Both these aspects of Regulation 54-101 were the subject of extensive comment and discussion during the formulation of Regulation 54-101. Some have criticized the absence of a requirement in Canada that issuers pay intermediary fees for sending meeting materials to, and soliciting voting instructions from, OBOs leading to the disenfranchisement of OBOs. Others take the view that such a requirement would effectively impose a surcharge on Canadian reporting issuers where an investor has selected OBO status.

Further information can be found in the notices accompanying the publications for comment during the formulation of Regulation 54-101. See, for example, *Avis concernant le projet de norme canadienne 54-101, Communication avec les porteurs véritables des titres d’un émetteur assujéti* (Bulletin de la Commission des valeurs mobilières du Québec, 27 février 1998, vol. XXIX, no 7); *Avis de consultation concernant les changements proposés au projet de norme canadienne 54-101, Communication avec les porteurs véritables des titres d’un émetteur assujéti* (Bulletin de la Commission des valeurs mobilières du Québec, 17 juillet 1998, vol. XXIX, no 27); *Avis de modifications proposées au projet de norme canadienne 54-101, Communication avec les propriétaires véritables des titres d’un émetteur assujéti, et d’abrogation de l’Instruction générale n° C-41* (September 1, 2000), online: <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilières/54-101/2000-09-01/2000sept01-54-101-avis-cons-fr.pdf>>.

For a discussion of how the U.S. developed its NOBO-OBO concept, see Alan L. Beller and Janet L. Fisher, “The OBO/NOBO Distinction in Beneficial Ownership: Implications for Shareholder Communication and Voting,” online: <<http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-22.pdf>>. [*U.S. OBO-NOBO Paper*]

³⁸ *Davies Paper*, *supra* note 9 at 64.

For Canadian **institutional investors**, whom we believe generally prefer OBO status, choosing OBO status originally appeared to have been motivated by the factors listed below:

1. Ability to ensure that meeting materials are delivered through desired proxy voting channels

Canadian institutional investors access their meeting materials and vote electronically through proxy voting channels offered by their intermediaries. In Canada, choosing NOBO status could result in an issuer sending them meeting materials and soliciting voting instructions outside of these preferred channels. As described by one custodian at the CSCS Shareholder Democracy Summit:

When OBO/NOBO forms first came out, and RBC [Dexia] tried to explain it to clients, the big question in return was “what does this mean for me as an investor/voter?”

Majority decided to be OBO so as to be able to electronically vote [through their preferred voting platform] and go through Broadridge and not be inundated by mailings.³⁹

2. Ability to maintain anonymity when voting

When an issuer conducts a NOBO solicitation, the issuer is able to identify the votes submitted by each NOBO, as there is no legal requirement that proxy votes be kept confidential from the issuer. Choosing NOBO status in effect prevents an institutional investor from having sole discretion over whether to vote anonymously through its intermediary,⁴⁰ or to disclose how it has voted to the issuer.⁴¹

3. Ability to keep investment strategies confidential from issuer and/or the public

Certain investors may wish to keep their investment or their broader investment strategies confidential. Investors may also have concerns that an issuer’s management would have a negative view of the investment or that third parties would attempt to replicate particular investment strategies by obtaining information regarding the holdings of a particular issuer.

4. Institutional investors generally are still able to receive meeting materials and vote even if they are OBOs

Under Regulation 54-101, issuers are not required to pay intermediaries for forwarding meeting materials to, and soliciting voting instructions from, OBOs. They are, however, required to pay intermediaries for these activities in respect of NOBOs. This nuance of Canadian securities law generally has been immaterial to institutional investors, because they have made their own

³⁹ CSCS Inaugural Report, *supra* note 11 at 47.

⁴⁰ This process will be described in more detail in the next section.

⁴¹ CSCS Inaugural Report, *supra* note 11 at 78.

arrangements with their intermediaries to receive meeting materials and requests for voting instructions through electronic proxy voting channels.

For Canadian **retail investors**, the reasons for choosing OBO status are less clear, and some suggest that retail investors would not choose to be OBOs if they fully understood the concept. One frequently-cited study is a survey conducted by a proxy working group of the New York Stock Exchange, which found that if the full consequences of NOBO-OBO status were explained to the investor, and if there was an administrative price tag of \$50 for being an OBO, 95% of investor would *not* choose to be an OBO.⁴²

Some participants have suggested that eliminating the OBO-NOBO concept and permitting direct communication and solicitation in all cases can make the proxy voting system more reliable. The U.S. Council of Institutional Investors, for example, supports an “incremental approach that promotes less reliance on – or eliminates altogether – the OBO/NOBO distinction and otherwise increases the potential for direct communications”; while acknowledging that elimination of the OBO-NOBO concept would “implicate complex strategic, cost, logistical and other considerations of critical importance” and would require “detailed analysis by the various affected constituencies to obtain a clearer picture of the logistical changes, costs and potential disruptions it could entail”.⁴³

Part 4 – Overview of the proxy voting infrastructure

The proxy voting infrastructure in Canada encompasses the following functions:

1. identifying the entities in the intermediated holding system who, for the purposes of a meeting, have the right (broadly-defined) to submit voting instructions and direct intermediaries how to vote. These entities include the voting agents to whom the investor has delegated partial or full voting authority;
2. delivering the appropriate materials to these entities and soliciting voting instructions; and
3. collecting the voting instructions and executing them by transmitting proxy votes to the official tabulator, including provision of any necessary supporting documentation to establish that the entity that is transmitting proxy votes has authority to do so.

In Canada, the vast majority of intermediaries (approximately 97%) have contracted with a single service provider to perform these functions: Broadridge Investor Communication Solutions Canada (**Broadridge**). Broadridge’s parent, Broadridge Financial Solutions, Inc., is a U.S. public company that provides investor communications and other technology-based services

⁴² Opinion Research Corporation, Investor Attitudes Study Conducted for NYSE Group (April 7, 2006), online: <http://www.nyse.com/pdfs/Final_ORC_Survey.pdf>. The result of this survey should be treated with caution in the Canadian context. Unlike in the U.S., one of the consequences of choosing to be a NOBO is that the issuer has the right to send meeting materials to and solicit voting instructions from the NOBO.

⁴³ U.S. *OBO-NOBO Paper*, *supra* note 37, at 2 and 21.

to banks, broker-dealers, mutual funds, and corporations in the United States and globally. Broadridge supports 72 proximate Canadian intermediaries representing 230 financial institutions and approximately 3,600 public issuers in Canada, as well as custodians and institutional investors. The following sections, therefore, will focus to a large degree on Broadridge's operations in its capacity as agent for the intermediaries.

4.1 Generating the voter list

As noted above, securities legislation requires issuers and intermediaries to take positive steps to send materials and solicit voting instructions from beneficial owners in the intermediated holding system.

The first step in this process is generating a list of voters. In operational terms, this involves the following activities:⁴⁴

1. The issuer (generally through its transfer agent⁴⁵) notifies Broadridge of a shareholder meeting and the record date for notice for the meeting;
2. Broadridge notifies the intermediaries of the shareholder meeting on the evening of the record date;
3. On the record date plus one, the intermediaries send Broadridge their back office files, which contain details of client accounts holding the issuer's shares as of the record date⁴⁶; and
4. Broadridge loads the data into its proxy processing system, and applies a number of criteria, set by the issuer (i.e., meeting selection type and material delivery), to determine which of these accounts ultimately will be sent meeting materials and solicited for voting instructions. These criteria will be described in the next section.

Each individual intermediary, not Broadridge, generates the back office files and determines which applicable client accounts will be included in those files. Broadridge offers a reporting

⁴⁴ These and other processes set out in the Consultation Paper are described in Broadridge's *Canadian Intermediary Services Guide 2011*, online: <https://materials.proxyvote.com/Approved/EPLST1/20110323/OTHER_82813/HTML1/broadridge-cisg2011_0037.htm>.

⁴⁵ A **transfer agent** is generally a trust company appointed by a corporation to transfer ownership of its shares. In the majority of instances, the trust company in its capacity as transfer agent maintains the shareholder register and provides other related services. Transfer agents in Canada generally belong to the Securities Transfer Association of Canada. Current STAC members are: Alliance Trust Company, Canadian Stock Transfer Company Inc., Capital Transfer Agency Inc., Computershare Investor Services, Eastern Trust, Equity Financial Trust Company, Olympia Trust Company, State Street Trust Company Canada, Trans Canada Transfer Inc. and Valiant Trust Company.

⁴⁶ Note that back office files for intermediaries that are CDS participants are distinct from the records of shares in the intermediary's CDS account. CDS has one list of records and the intermediaries have another list.

service to intermediaries⁴⁷ if it detects that the share position in an intermediary's back office file does not match the intermediary's CDS position, or there is no record of that position at all.⁴⁸

4.2 Sending the materials and soliciting voting instructions

Daily data processing occurs for all intermediary back office files. A number of data routines are processed to determine the criteria for which records will be processed, i.e., who will be provided with meeting materials and solicited for voting instructions. The following are the main factors that determine if a record is loaded.

1. Client account preferences (subject to issuer override)

Intermediaries are required by Regulation 54-101 to obtain their clients' preferences as to what types of meeting-related materials their clients wish to receive.⁴⁹ Broadridge determines their preferences from the data provided by the intermediary. These preferences are made at the intermediary account level, and not on an issuer-specific level. Specifically, a client can choose to receive no materials at all (thus surrendering the right to have his voting instructions be solicited), all materials, or only those materials relating to "special meetings".⁵⁰ However, an issuer can send materials to and solicit votes from any beneficial owner (thus overriding a beneficial owner's preference in this regard), so long as it pays all associated intermediary fees for sending the materials.

2. Whether the issuer is doing a NOBO solicitation

As discussed above, issuers have the choice under Regulation 54-101 of sending materials directly to, and soliciting voting instructions from NOBOs.⁵¹ If an issuer has made this choice, NOBO records will not be processed and NOBO information will be provided to the issuer's transfer agent (the **NOBO list**). In this case, issuers generally will use their transfer agents to send the meeting materials to the NOBOs.

⁴⁷ The intermediary must participate in the service.

⁴⁸ There are two reports generated as part of this service. The **CDS Record Date Position Comparison Report** is generated 72 hours after record date and displays, among other things, whether an intermediary's position is over or under the CDS reported position. The **CDS Position Missing Report** is also generated 72 hours after record date and alerts an intermediary where no depository position is recorded for the intermediary, but the intermediary has reported a position to Broadridge.

⁴⁹ Regulation 54-101, s. 3.2. There is no equivalent concept under US securities law.

⁵⁰ Regulation 54-101, s. 1.1.

⁵¹ Under U.S. securities law, issuers cannot mail meeting materials directly to their investors (other than the annual report).

3. *Whether the issuer is paying for sending of materials to OBO accounts*

Under Regulation 54-101, issuers are required to pay fees to the intermediaries if they use intermediaries to send meeting materials to, and solicit voting instructions from, NOBOs. However, issuers are not required to pay fees to intermediaries in respect of OBOs.⁵² Broadridge has standing instructions from intermediaries as to whether the intermediary will bear the sending and solicitation costs where the issuer does not pay. If neither the issuer nor the intermediary pays for sending, the OBO accounts for that intermediary are not processed. The issuer's decision not to pay for the material distribution may result in OBO investors not receiving the materials and being solicited for voting instructions.

4. *Whether the account is a managed account*

Intermediaries can provide Broadridge with data as to which accounts are “managed accounts”, i.e., an investment account that is owned by an individual investor, but managed by a professional investment manager with voting authority. Managed accounts are created through an intricate process that requires the assignment of account designators through the intermediary and the “wrapping” of accounts through a series of preference management tables maintained by Broadridge. Broadridge will “suppress” the individual account record from mailing so that only the investment manager is provided with an aggregated voting instruction form. This function is not required by Regulation 54-101 but was designed as an efficient and cost saving proprietary feature for investment managers who have discretionary voting authority over client accounts.

Once the records are loaded, Broadridge will apply additional processes to refine to whom the meeting materials will be sent based on information provided by the intermediaries.

1. *Aggregating shares in managed accounts*

Broadridge will aggregate shares for the investment manager who has voting authority over those shares. This process is not required by Regulation 54-101 but is required to support managed account processing.

2. *Intermediary omnibus proxy processing*

As previously discussed, there may be multiple levels of intermediaries in between the ultimate investor/beneficial owner and CDS. In order to enable the intermediary closest to the investor (i.e., the intermediary with whom the investor holds an account) to submit proxy votes to an official tabulator, each intermediary along the holding system must execute an intermediary omnibus proxy and notify the tabulator.

If an intermediary provides Broadridge with information as to which of their client accounts is an omnibus account, Broadridge's proxy processing system is able to process this information so that:

⁵² See footnote 37.

- meeting materials are sent to the client-intermediary for forwarding to its clients, and not to the account provider intermediary; and
- an intermediary omnibus proxy is generated that transfers voting authority from the account provider intermediary to the client-intermediary. This intermediary omnibus proxy is sent to the official tabulator and is matched against the proxy votes submitted by the client-intermediary.

Broadridge will also generate a NOBO omnibus proxy where the issuer is sending meeting materials to NOBOs directly, which transfers voting authority from the intermediaries to issuer's management.

3. *Identifying which sending channel and method will be used*

Broadridge offers distinct channels based on preferences for intermediaries to send meeting materials and request voting instructions that supports both institutional investor and retail investor clients.

Institutional investors may subscribe to Broadridge's institutional "ProxyEdge" service for accounts held through intermediaries. Institutional investors are able to view meeting materials electronically as well as vote. In addition to ProxyEdge®, Broadridge's proxy processing platform can also provide data to other service platforms such as ProxyExchange®, the proxy voting channel established by Institutional Shareholder Services. At least one institutional investor, Ontario Teachers' Pension Plan (**Teachers'**), has also developed a custom channel with Broadridge, which enables Teachers' to receive and download meeting information via a data file from Broadridge.⁵³

Intermediaries who are account providers for **retail investors** will use Broadridge to send meeting materials in paper form by mail or, where the intermediary has obtained a consent to electronic delivery from the client beneficial owner, by email containing an embedded link to the issuer's material and to Broadridge's Internet voting site, www.ProxyVote.com. Broadridge will also generate the request for voting instructions required by Regulation 54-101 (known as a **voting instruction form**) for inclusion in the meeting materials. The paper voting instruction form will have a 12-digit control number printed on it that enables an investor to vote. Where an email is sent, the control number is embedded as a hyperlink.

Where an issuer sends meeting materials and solicits voting instructions from NOBOs, it generally will use the services of a transfer agent to send meeting materials in paper form by mail, or where the transfer agent has obtained a consent to electronic delivery, by email. The transfer agent will provide its own voting control number.

⁵³ Bill Mackenzie et al., "Shareholders' Panel Combined Paper", at 6, online: <<http://www.cscs.org/Resources/Documents/summit/Resources/Day1/Shareholders/Institutional%20Investor%20Paper.pdf>> [*CSCS Shareholders' Panel Combined Paper*].

4.3 Collecting voting instructions and transmitting proxy votes to the official tabulator

Institutional investors by and large submit their voting instructions to their intermediary account providers through Broadridge's ProxyEdge® or Institutional Shareholder Services Inc.'s ProxyExchange®.

Retail investors can submit voting instructions to their intermediary account providers through any of the following methods:

- *Online voting* at www.ProxyVote.com, using their 12-digit control number;
- *Telephone voting* at toll-free numbers established by Broadridge, also using the 12-digit control number; or
- *Mailing* in the voting instruction form to Broadridge.

Broadridge will generate **tabulation reports** (also known as **vote reports**) that contain the voting instructions received from investors, aggregated by intermediary. Broadridge, under the authority of a **client proxy**⁵⁴ that authorizes it to submit proxy votes on behalf of the intermediary, provides these tabulation reports to a meeting's official tabulator. The data in the tabulation reports constitute the proxy votes submitted by the intermediaries for the meeting.

Broadridge does not modify any of the voting data that is transmitted by beneficial owners through the intermediaries. However, Broadridge also offers an **Over Reporting Prevention Service**, for intermediaries that wish to participate, that notifies intermediaries when Broadridge receives voting instructions for an intermediary that in the aggregate exceed the intermediary's CDS position as at the record date. An **Overvote Pending Report** is made available online for access by the intermediary to review the voted positions that have caused the situation. This service will "pend" or hold all voting transactions for records received over the depository position, and pended votes can only be released for submission in a tabulation report if the positions are matched, either because:

- the intermediary adjusts its reported depository position; or
- the intermediary adjusts positions for one or more of the intermediary's client accounts.

If an issuer has sent meeting materials to NOBOs, its transfer agent will have its own voting channels for investors. For example, Computershare Investor Services (**Computershare**) offers online voting at www.investorvote.com, telephone voting, and the option to return voting instructions through the mail. These votes will not be included in the tabulation reports submitted by Broadridge, and are submitted directly to the tabulator.

⁵⁴ Neither the tabulation reports nor the client proxy are regulated by Regulation 54-101 or other securities regulation.

4.4 Tabulating the votes

Issuers will designate a person, usually its transfer agent, to act as an **official tabulator** for a meeting. The official tabulator will review the proxy votes it receives and assess whether these are valid votes that should be counted for the meeting.⁵⁵ The official tabulator will apply the “presumptions” contained in the STAC Proxy Protocol where there is a dispute whether to accept a proxy unless the issuer’s governing statute, articles or bylaws provide otherwise or unless factual evidence rebutting any of such presumptions is presented to the official tabulator. However, the meeting chair has considerable discretion over whether a particular proxy vote count tabulated by the official tabulator should be accepted or not and can overrule the STAC Proxy Protocol presumption.

As a first step, a tabulator must reconcile or match the intermediary proxy votes it receives against:

- the depository omnibus proxies and intermediary omnibus proxies that have been sent to the tabulator; and/or
- registered holders’ positions on the issuer’s share register.

In addition to the depository omnibus proxies and intermediary omnibus proxies, tabulators may also receive **restricted proxies**. A restricted proxy refers to a proxy used by an intermediary to directly submit proxy votes to the tabulator (i.e., outside the tabulation reports generated by Broadridge) on behalf of a client for whom it holds shares.

For example, if a purchaser has acquired shares of an issuer after the record date and has made it a condition of purchase that the seller give the purchaser voting authority, the purchaser may be able to vote the shares even though he or she was not a shareholder on the record date by contacting its intermediary and asking for the issuance of a restricted proxy. The intermediary will execute a proxy that states that the intermediary is submitting proxy votes for that portion of shares that it holds on behalf of the client who has purchased the shares (with the name of the client and amount of shares disclosed). Generally speaking, if the number of shares covered by the restricted proxy does not exceed the number of shares that the intermediary is entitled to vote (as verified by the tabulator), the tabulator will accept the proxy votes for tabulation.⁵⁶

If a particular intermediary submits proxy votes that the tabulator is unable to reconcile against an appropriate omnibus proxy, the tabulator will try to resolve the problem. However, if no resolution is achieved before the tabulator completes its tabulation for the meeting, the excess votes could be discarded, or some other downward adjustment could be made to the proxy votes submitted by that intermediary, depending on the approach taken by the meeting’s chair.

⁵⁵ Vote tabulation is not regulated by Regulation 54-101 or other securities legislation. STAC has issued a proxy protocol that outlines the reconciliation process that transfer agents apply. See STAC, “**Proxy Protocol**” (March 2012) online: <<http://www.stac.ca/Public/PublicShowFile.aspx?fileID=199>>.

⁵⁶ Restricted proxies are not regulated by Regulation 54-101 or other securities regulation.

Part 5 – Proposed issues for further review

Based on stakeholder feedback provided to us, as well as our own review of proxy voting and the proxy voting infrastructure, we have identified two issues that we intend to examine further:

1. Is accurate vote reconciliation occurring within the proxy voting infrastructure?
2. What type of end-to-end vote confirmation system should be added to the proxy voting infrastructure?

With respect to each issue, we set out a non-exhaustive list of questions that we think are relevant to our examination.

We are seeking comment on whether our focus on these two issues is appropriate in reviewing the accuracy and reliability of the proxy voting infrastructure. We are also seeking comment on the specific questions we have identified as relevant to addressing these two issues.

In addition to identifying these two primary issues, we have also identified other issues that are relevant to the integrity of the proxy voting system. These issues are outlined in Part 6.

We stress that we have not come to any conclusion as to whether any further securities regulation is warranted in these areas. We also note that, depending on the securities regulatory response proposed, we may have to seek rule-making authority to regulate some of these areas.

5.1 Vote reconciliation

A central function of the proxy voting infrastructure is to facilitate vote reconciliation. We have identified two main reconciliation challenges. First, the intermediated holding system results in one share having multiple associated entitlements. Unless there is an effective system of reconciliation, there is a risk that valid proxy votes submitted to the tabulator ultimately are discarded because they cannot be properly matched to an appropriate omnibus proxy or registered position. Second, share lending creates a risk that the same share could be voted multiple times. We want to better understand whether the proxy voting infrastructure adequately addresses these vote reconciliation challenges.

We note that reconciliation issues are not uniquely Canadian, and have been identified as a concern in the U.S., the U.K. and in Australia – see Appendix C.

Effectively addressing reconciliation challenges ultimately may require longer-term reforms of the various record dates and proxy cut-offs under corporate law, as well as investments in technology to increase the speed at which reconciliation can occur. Over the short- to medium-term, however, we think that examining specific aspects of the proxy voting infrastructure in more detail may enable us to better understand reconciliation challenges and possible solutions.

We note that we do not suggest that the list below is exhaustive. As part of our examination, we also would like to find out if there are other situations of multiple voting.

5.1.1 Impact of share lending on generating the voter lists

We know that some intermediaries include lent shares in the intermediary back office files provided to Broadridge for purposes of generating the voter list. The Investment Industry Association of Canada (IIAC) has stated in a comment letter to us that member practice and standard industry procedure are not to adjust client ownership data downward to reflect any lent shares. It submits that it is also standard industry practice to treat the lender as the beneficial owner of shares on loan with an entitlement to vote; but that IIAC members would not submit a vote for a lent share unless they received a proxy from the dealer who borrowed the shares allowing the lender dealer to vote the lent share. If the lender dealer is unable to obtain such a proxy, the record date position held by the lender will be reduced by the appropriate number of shares on loan.⁵⁷

There is a concern that this practice creates an operational risk that beneficial owners may be able to submit votes even if they are not entitled to do so.

Questions:

1. What processes do intermediaries implement to prepare their back office files for transmission to Broadridge? In particular what, if any, adjustments are made before the files are provided to Broadridge, e.g., in the case of retail clients, to address margin account shares that can be loaned by intermediaries, and in the case of institutional clients, shares that are part of a share lending program?
2. How frequently do intermediaries' back office files transmitted to Broadridge reflect share positions that exceed their CDS reported position? What percentage of their positions are being voted?
3. If Broadridge notifies an intermediary that the share position in its back office file exceeds its CDS position, what, if any processes does the intermediary implement to reconcile the share positions?
4. How do the dealer members of IIAC in practice ensure that no vote is submitted for a lent share unless they have received a proxy from the dealer who borrowed the shares?
5. Where do intermediaries document the relevant processes, and is a client investor or an issuer able to access this information?
6. Is there a need for further regulation in this area, or can concerns be addressed through the existing regulatory framework? What changes would be desirable to address these concerns?

⁵⁷ IIAC response letter to OSC Staff Notice 54-701 *Regulatory Developments Regarding Shareholder Democracy Issues* (March 31, 2011), online: <<http://www.osc.gov.on.ca/en/30575.htm>>.

7. Which party (the lender or the borrower) should have the right to vote in a share lending transaction? Should securities regulators specifically address which party to a share lending transaction should have the right to vote?

5.1.2 Omnibus proxies and restricted proxies

It appears to us that missing or incomplete omnibus proxy documentation can create reconciliation challenges for tabulators that could result in proxy votes being discarded or otherwise adjusted downward.

It also appears to us that the use of restricted proxies could create a risk that the same position is voted twice. Using the example of a share purchase after the record date, there should be a mechanism in place to determine if the seller (who was the beneficial owner of the shares on the record date) has voted the shares, and if so, to subtract those votes from the relevant Broadridge tabulation report; however, it is not clear if this is in fact the case.

Questions:

1. How often are tabulation issues caused as a result of missing or incomplete omnibus proxy documentation? How could this be remedied?
2. How often, and in what circumstances, are restricted proxies being used?
3. Do intermediaries have documented policies and procedures regarding when they will issue a restricted proxy for a client?
4. An intermediary who submits a restricted proxy should ensure that the same position is not also being voted through the tabulation report submitted by Broadridge. Are intermediaries doing so, and how do they document that they have done so?
5. Is there a need for further regulation in this area, or can concerns be addressed through the existing regulatory framework? What changes would be desirable to address these concerns?

5.1.3 Over-reporting and over-voting

Over-reporting refers to the situation where an intermediary returns more votes than are reflected in the intermediary's CDS participant account. This practice is also referred to as **over-voting**, although some use the term over-voting more narrowly to refer to a situation where intermediary proxy votes accepted by a tabulator are later determined to be invalid due to the vote exceeding the intermediary's actual position. The existence of over-reporting and over-voting are cited as proof that proxy voting results lack integrity.

Questions:

1. How often do over-reporting and over-voting occur (including pending over-votes that are ultimately resolved)?⁵⁸
2. To what extent do over-reporting or over-voting situations actually reflect a situation where an investor is attempting to vote when it does not have the right to vote (e.g., because it has lent shares and has no voting entitlement as at the record date), as opposed to other reasons such as missing omnibus proxy documentation?
3. Is over-reporting or over-voting more common for certain types of intermediaries than others, e.g., smaller intermediaries, intermediaries who do not subscribe to Broadridge's services? Are NOBO solicitations by issuers a factor in the frequency of over-reporting or over-voting?
4. If Broadridge notifies an intermediary of a pending over-vote, what processes does the intermediary implement to reconcile the share positions?
5. Where do intermediaries document these processes, and is a client or an issuer able to access this information?
6. Is there a need for further regulation in this area, or can concerns be addressed through the existing regulatory framework? What changes would be desirable to address these concerns?

5.2 End-to-end vote confirmation

Currently, investors do not have the ability to confirm that voting instructions they submit to their intermediaries have ultimately been received and counted. As Teachers' has noted:

Our main issue with the current proxy voting system is the lack of an end-to-end vote confirmation. Once we have voted, there is no communication to tell us that 1) our vote was ultimately received by the company and 2) that the vote was entered as instructed. This lack of confirmation becomes more problematic as meetings become more contested. Without a confirmation that the vote was received and recorded as cast, there remains a nagging question as to whether or not our votes were received and/or cast as instructed. This anxiety increases the closer the vote is."⁵⁹

⁵⁸ According to a Computershare analysis of public company meetings held in Canada for which Computershare acted as transfer agent between 2009 and 2011, unresolved over-reporting situations occurred in at least 17% of the meetings. See Computershare response letter to OSC Statement of Priorities for Financial Year to End March 31, 2013 (May 28, 2012), online: <http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category1-Comments/com_20120528_11-766_donaldsonl_makuchc.pdf>.

⁵⁹ *CSCS Shareholders' Panel Combined Paper*, *supra* note 53 at 6.

Questions:

1. Broadridge has advised us that it has started to develop end-to-end vote confirmation functionality.⁶⁰ What is the current formulation and development status of end-to-end vote confirmation functionality in Canada?
2. What functionality should be part of an end-to-end vote confirmation system? For example, should voter anonymity be built into the functionality, or is disclosure of voter identities necessary for an effective system? At what point in the proxy voting process should investors receive confirmation as to whether their vote will be accepted, and at what level, e.g., at an intermediary level or at an investor account level?⁶¹

6. Other issues**6.1 Impact of the OBO-NOBO concept on voting integrity**

There has been some suggestion that the OBO-NOBO concept reduces the reliability of proxy votes.

Questions:

1. Are there any specific instances where the existence of the OBO-NOBO concept has compromised the accuracy and reliability of proxy voting?
2. Would temporarily allowing issuers and official tabulators access to the identity of OBOs for purposes of tabulation improve the reliability and accuracy of proxy voting? Would it make the reconciliation process more effective? Would this prejudice investors?

6.2 Inability of investment manager to vote due to gaps in managed account information

As described above, in order to submit voting instructions to intermediaries, beneficial owners must receive a request for voting instructions with a 12-digit control number.⁶² If a beneficial

⁶⁰ Broadridge response letter to OSC Staff Notice 54-701 *Regulatory Developments Regarding Shareholder Democracy Issues* (March 31, 2011), online: <http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category5-Comments/com_20110331_54-701_roschp.pdf>.

⁶¹ The University of Delaware's John L. Weinberg Center for Corporate Governance convened a roundtable on proxy voting consisting of 33 members representing all parts of the U.S. proxy voting system (the **Weinberg Center Roundtable**). Under the Weinberg Center Roundtable's formulation of end-to-end voting, confirmation would only occur after the intermediary (Broadridge) has submitted its final tabulation report and the official tabulator for the meeting would confirm that the intermediary's aggregate share position was voted in accordance with the tabulation report. It was not explicitly contemplated that proxy votes to the tabulator would be broken down by beneficial owner account (e.g., through use of the 12-digit control number on the voting instruction form), nor would the tabulator be required to confirm that it has counted the shares associated with a specific account. See University of Delaware, "Report of Roundtable on Proxy Governance: Recommendations for Providing End-to-End Vote Confirmation" (August 2011), online: <<http://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-300.pdf>>.

owner does not receive it, or it receives it late, the owner's shares may not be voted or may not be voted by the proxy-cut-off.

Managed account processing was designed to facilitate the voting of discretionary accounts in a retail environment for an investment manager. We understand that clients within a managed account relationship can make arrangements with their investment manager to vote their position directly if requested. However, a concern has been raised that some managed account platforms offered to retail investors do not offer the option for a third party investment manager to vote the shares owned by the investor. In particular, it has been suggested that there are not enough address fields associated with a managed account to accommodate both the beneficial owner and investment manager information. Another difficulty is that managed accounts often aggregate multiple investment managers in one pool.⁶³

As a result, it has been suggested that some of the intermediary back office files provided to Broadridge do not have the information necessary to send meeting materials to, or solicit voting instructions from, the appropriate investment manager(s).

Questions:

1. Are managed accounts in fact experiencing the issues that have been identified? If so, what are the causes for an investor not receiving or receiving a request for voting instructions late?
2. Are clients made aware of these issues and, if so, what are the remedies?
3. Is there a need for further regulation in this area, or can concerns be addressed through the existing regulatory framework? What changes would be desirable to address these issues?

6.3 Accountability of service providers

The complexity of proxy voting and of the proxy voting infrastructure means that it can be difficult for issuers and investors to obtain the necessary information to understand and use the proxy voting infrastructure. Issuers and investors rely heavily on service providers such as transfer agents and proxy solicitors to navigate the proxy voting infrastructure. They also rely on intermediaries, who in turn rely on service providers such as Broadridge.

Concerns have been raised as to whether there are appropriate mechanisms in place so that service providers and others are accountable for their roles in the proxy voting infrastructure.

⁶² Or an equivalent voting control number provided by a transfer agent in the case of a direct NOBO solicitation by an issuer.

⁶³ *CSCS Shareholders' Panel Combined Paper*, *supra* note 53 at 10.

Questions:

1. What mechanisms are in place to support the accountability of the various service providers in proxy voting?⁶⁴ How effective are these mechanisms?
2. Is there a need for further regulation in this area, or can concerns be addressed through the existing regulatory framework?⁶⁵ What changes would be desirable?

7. Next steps

We intend to engage in targeted consultations with stakeholders to assist us in gathering information and providing different perspectives on the issues discussed in this Consultation Paper. These external consultations may include holding a roundtable following the comment period and forming an advisory committee to serve as a forum for sharing data and discussing possible policy initiatives. Depending on the outcome of our review and consultations, we may conclude that no further regulatory action is required or, alternatively, identify specific areas for policy reform. **We stress that we have not come to any conclusions whether any specific regulatory measures are desirable.**

8. Request for Comment

Please provide your comments in writing by **November 13, 2013**. If you are not sending your comments by email, an electronic file containing the submissions should also be provided (Windows format, Word).

⁶⁴ Section 11.1 of *Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (Regulation 31-103)* requires a registered firm to establish, maintain and apply policies and procedures that establish a system of controls and supervision to ensure compliance with securities legislation and manage the risks associated with its business in accordance with prudent business practices. Additional guidance is provided in the policy statement (**Policy Statement 31-103**) with respect to the elements in an effective compliance system.

Part 11 of Policy Statement 31-103 also provides guidance on general business practices when outsourcing and states that “[r]egistered firms are responsible and accountable for all functions that they outsource to a service provider” and that “[r]egistered firms should follow prudent business practices and conduct a due diligence analysis of prospective third-party service providers”. It states that firms should “conduct ongoing reviews of the quality of outsourced services”, and that “[t]he regulator, the registered firm and the firm’s auditors should have the same access to the work product of a third-party service provider as they would if the firm itself performed the activities”.

⁶⁵ For example, there are existing requirements regarding the maintenance of books and records by registrants, which can be the subject of compliance reviews. See for example OSC Notice 33-724 (2004) *OSC Compliance Team, Capital Markets Branch, Annual Report*, which noted an increase in the number of deficiencies relating to proxy voting for the period April 1, 2003 to March 31, 2004 in a review of investment counsel and portfolio managers (**ICPM**). The report also noted: “...many advisers have inadequate written policies and procedures on proxy voting. Also, we noted that proxies were not always voted and there was no process to deal with contentious matters. Another common issue was the lack of disclosure of the proxy voting responsibility in the investment management agreement with clients.” OSC Staff Notice 33-728 *2007 Annual Report – Compliance Team* indicated that a common deficiency among smaller ICPMs (those with assets under \$250 million) was in maintenance of books and records, including regarding proxies voted or proxy logs.

Address your submission to the following Canadian securities regulatory authorities:

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Saskatchewan Financial and Consumer Affairs Authority
Manitoba Securities Commission
Ontario Securities Commission
Autorité des marchés financiers
New Brunswick Financial and Consumer Services Commission
Superintendent of Securities, Prince Edward Island
Nova Scotia Securities Commission
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Superintendent of Securities, Yukon Territory
Superintendent of Securities, Northwest Territories
Superintendent of Securities, Nunavut

Please deliver your comments **only** to the addresses that follow. Your comments will be distributed to the other participating CSA member jurisdictions.

M^e Anne-Marie Beaudoin
Corporate Secretary
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Fax: 514-864-6381
E-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
Ontario Securities Commission
20 Queen Street West
22nd Floor
Toronto, Ontario M5H 3S8
Fax: 416-593-2318
E-mail: comments@osc.gov.on.ca

Please note that comments received will be made publicly available and posted at www.osc.gov.on.ca and at www.lautorite.qc.ca and may be posted on the websites of certain other securities regulatory authorities. We cannot keep submissions confidential because securities legislation in certain provinces requires that a summary of the written comments received during the comment period be published. In this context, you should be aware that some information which is personal to you, such as your e-mail and address, may appear in the websites. It is important that you state on whose behalf you are making the submission.

9. Questions

Please refer your questions to any of:

Michel Bourque
Senior Policy Advisor
Policy and Regulation Department
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, ext 4466
michel.bourque@lautorite.qc.ca

Marie-Josée Normand-Heisler
Senior Policy Advisor
Policy and Regulation Department
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, ext 4464
marie-josée.normand-heisler@lautorite.qc.ca

Naizam Kanji
Deputy Director, Mergers & Acquisitions,
Corporate Finance
Ontario Securities Commission
416-593-8060
nkanji@osc.gov.on.ca

Winnie Sanjoto
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
Ontario Securities Commission
416-593-8119
wsanjoto@osc.gov.on.ca

Frédéric Duguay
Senior Legal Counsel, Mergers &
Acquisitions, Corporate Finance
Ontario Securities Commission
416-593-3677
fduguay@osc.gov.on.ca

Eric Pau
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6764
epau@bcsc.bc.ca

Sophia Mapara
Legal Counsel, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403-297-2520
sophia.mapara@asc.ca

Appendix A Overview of the Shareholder Meeting Process

This Appendix provides a high-level overview of the shareholder meeting process.

Directors generally are required under most corporate statutes to call an annual meeting of shareholders not later than fifteen months after holding the last preceding annual meeting and, in any case, no later than six months after the end of the issuer's preceding financial year. TSX policies require TSX-listed issuers to hold an annual meeting of shareholders within six months from the end of their fiscal year, or at such earlier time as is required by applicable legislation. TSXV policies have similar requirements. Directors also can call a special meeting at any time.

1. Notice and setting the record date

Corporate statutes and company articles or bylaws generally require that notice of a meeting be provided at least 21 days but not more than 60 days prior to the date of the shareholder meeting.⁶⁶

In addition, the issuer must set a record date. Under some corporate statutes (e.g., the *Canada Business Corporations Act (CBCA)*), issuers are theoretically able to set two record dates, one for those registered shareholders who are entitled to receive notice of a meeting, and one for those shareholders entitled to vote.⁶⁷ In practice, issuers usually set a single date as both the notice record date of the meeting and the voting record date. Otherwise, two sets of meeting materials would have to be sent out, and there would have to be some mechanism in place to identify and discard any proxy votes submitted by registered shareholders as of the notice record date who were no longer registered as of the voting record date.

2. Generating the voter list

(a) Registered shareholders

Under corporate law, an issuer identifies its registered shareholders by looking at the share register maintained by its transfer agent, and prepares a list of voters based on that list.⁶⁸

⁶⁶ Regulation 54-101, s. 2.1 requires the notice record date to be no more than 60 days and no less than 30 days before the meeting date, but all of the corporate statutes specify 21 days (with the exception of Ontario, which specifies 30 days, and the statutes of Nova Scotia, Prince Edward Island and Quebec which do not provide for record dates for notice of the meeting). In addition, Regulation 54-101 further requires that the record date be set at not less than 40 days before a meeting where notice-and-access is used as a method of sending meeting materials.

⁶⁷ CBCA, s. 134(1)(c) and (d).

⁶⁸ CBCA, s. 135(1)(a).

(b) Beneficial owners

Securities legislation effectively requires intermediaries to generate a list⁶⁹ of their beneficial owner clients as at the "**beneficial ownership determination date**"⁷⁰ who are entitled to:

- receive the management information circular, and
- have their voting instructions solicited, through receiving a voting instruction form.

At least 20 days before the record date⁷¹, the transfer agent sends to the "proximate intermediaries" (Broadridge) a "Request for Beneficial Ownership Information".⁷²

Within 3 business days of receiving the Request for Beneficial Ownership Information, the proximate intermediaries (Broadridge) are required to provide information regarding the number of sets of meeting materials required (which also reflects the number of materials required by intermediary account holders of the proximate intermediary).

3. Sending materials and soliciting voting instructions

(a) Registered shareholders

The issuer (through its transfer agent) sends to the registered shareholder the management information circular and the management form of proxy. These materials must be delivered between 21 and 60 days before the meeting date.⁷³ The transfer agent is required to file and post on SEDAR a certificate of mailing with respect to the registered holders.⁷⁴

(b) Beneficial owners

The issuer will decide whether materials will be delivered either by the issuer (through its transfer agent) to NOBOs or only by the intermediaries (Broadridge) to all beneficial owners. Meeting materials must be mailed 21 days before the date of the meeting; however, if the issuer

⁶⁹ The specific mechanics of generating this list are described in Broadridge's *2011 Canadian Intermediary Services Guide*.

⁷⁰ This date is typically the record date for both notice of meeting and voting.

⁷¹ Regulation 54-101, s. 2.5.

⁷² Form 54-101F2 *Request for Beneficial Ownership Information*. For purposes of this discussion, a proximate intermediary is a CDS participant.

⁷³ *Canada Business Corporations Regulations*, 2001, S.O.R./2001-512, s. 44; National Instrument 51-102 *Continuous Disclosure Obligations*, s. 9.2.

⁷⁴ Transfer agents will often also deliver to their clients an Affidavit or Declaration of Mailing, to provide them with sworn assurance that the meeting has been properly constituted.

is using notice-and-access, the materials must be sent at least 30 days before the meeting.⁷⁵ Regulation 54-101 sets out timelines for when issuers must provide proximate intermediaries (Broadridge) with appropriate sets of materials, and when intermediaries (Broadridge) must send out the materials.

4. Collecting voting instructions

(a) Registered shareholders

Registered shareholders execute and return the management form of proxy that is sent to them. Shareholders must provide these voting instructions in writing.⁷⁶ The majority of registered shareholders submit their proxy votes in paper form.

(b) Beneficial owners

Beneficial owners most commonly return their voting instructions electronically (by telephone, fax, Internet, or through the relevant electronic platform). These instructions are submitted to either the intermediary (Broadridge) or the transfer agent (as applicable). Voting is controlled in electronic systems by providing to the investor a unique control number.

5. Transmitting proxy votes/voting instructions

(a) Registered shareholders

Under many Canadian corporate statutes, an issuer can set a proxy cut-off; however, a proxy cut-off generally must be no more than 48 hours (excluding Saturdays, Sundays and holidays) preceding the commencement of the meeting in respect of which the proxy relates. Some issuers take advantage of the full 48-hour proxy cut-off; others provide for a 24-hour proxy cut-off.

Typically, the transfer agent is responsible for tabulating the proxies submitted by registered shareholders.⁷⁷

⁷⁵ Regulation 54-101, s. 2.9. Note that if one intermediary receives meetings materials from another intermediary, it is required to send those materials on to its investor clients within one business day of receipt. However, this step is skipped since Broadridge delivers proxy materials on behalf of virtually all of the intermediaries.

⁷⁶ See CBCA, s. 153. However, under *Policy Statement 11-201 respecting Electronic Delivery of Documents*, the "in writing" requirement for voting instructions can be satisfied by electronic delivery of a document, including telephone delivery, so long as the electronic format ensures the integrity of the information in the document and enables the recipient to maintain a permanent record of the information.

⁷⁷ The transfer agent will do the same for voting instructions received from NOBOs if the transfer agent has done the NOBO mailing on behalf of the issuer.

(b) Beneficial owners

Broadridge compiles voting instructions into a tabulation report aggregated by intermediary and then electronically delivers the tabulation report to the official tabulator.⁷⁸

Broadridge recommends voting instructions to be received by it at least one business day before the proxy cut-off date (to enable the preparation of the tabulation report prior to the proxy cut-off time).

If the issuer has sent meeting materials to, and solicited voting instructions directly from NOBOs, the NOBOs will return their voting instructions directly to the transfer agent.

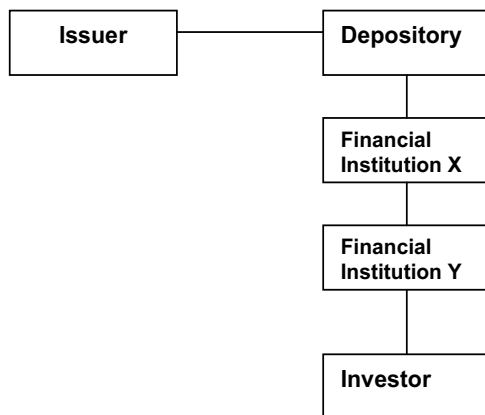
⁷⁸ Broadridge issues tabulation reports on behalf of its intermediaries based on the schedule below:

- 15-day Vote Report - if material is mailed 25 or more calendar days prior to the meeting, the first vote report will be issued 15 calendar days prior to the meeting.
- 10-day Vote Report - if material is mailed 15 to 25 calendar days prior to the meeting, the first vote report will be issued 10 calendar days prior to the meeting.
- Daily Vote Reports - beginning on the 9th calendar day prior to the meeting, daily reports will be issued up to and including the meeting day.
- Day before Meeting - a vote report will be generated about 7:00 p.m. (Eastern Time) the evening prior to the meeting.
- Day of Meeting - a vote report will be generated the morning of the meeting.

The first vote report Broadridge issues will be cumulative. It will show all the votes returned up to that time. Any supplemental vote reports will show only newly-returned votes, which must be added to the first votes reported. See *Broadridge Canadian Intermediary Services Guide 2011*, *supra* note 45 at 13.

Appendix B⁷⁹

Differing Legal Frameworks Applicable to Intermediated Holding Systems



Model	Security Entitlement Model (Canada and U.S.)	Trust Model (England and Wales, Ireland, Australia)	Undivided Property Model (France)	Pooled Property Model (Germany, Austria, Japan)
Depository	CDS nominee is registered holder and legal owner	CREST (U.K.) or CHESS (Australia) assumes role of company register under corporate law and has no legal interest	Euroclear acts as a register and has no legal interest in the securities.	Clearstream (Germany) and other equivalents maintain a pool of securities and have no legal interest in the securities.
Financial Institution X	CDS participant holds security entitlement in respect of CDS	CREST participant is the legal owner of the securities they hold in CREST, whether for their own or clients' account.	Has no legal interest in the securities	No legal interest other than a residual interest comparable to possession or <i>de facto</i> control.
Financial Institution Y	Holds securities entitlement in respect of FI X	Equitable owner of securities in account with FI X	Has no legal interest in the securities	No legal interest other than a residual interest comparable to possession or <i>de facto</i> control.
Investor	Holds security entitlement in respect of FI Y	Equitable owner of securities in account with FI Y	Full property over the securities in account with FI Y; however, the investor can only access his securities through FI Y and not through any other intermediary at a higher level	Shared interest in the pool of securities located at the level of the depository; however, the investor can only access his securities through FI Y and not through any other intermediary at a higher level

⁷⁹ The information in this Appendix is derived from *Paech, supra* note 17.

Some jurisdictions (the Nordic countries, Greece and Poland, China and Brazil) have “transparent systems” in which investors hold accounts directly with the depository, and financial institutions merely “operate” the accounts; however, this system does not work for cross-jurisdictional holdings, because foreign intermediaries are not part of the special legal and operational framework necessary to be an account operator. In that case, a custodian will hold an account with the depository, and the ownership framework is similar to the pooled property model.

Note that this chart does not address other important differences in legal structure that affect the voting and property rights of issuers and investors in these jurisdictions, e.g., corporate laws, insolvency laws, property rules and securities and/or financial market regulations. This chart therefore should not be read as suggesting that a particular legal framework for an intermediated holding system is superior to another.

Appendix C

Reviews of Proxy Voting in the U.S., U.K., Australia and France

Institutional investors, custodians and regulators in other jurisdictions have also engaged in reviews of the proxy voting infrastructure and the accuracy of proxy votes. Below is a non-exhaustive list of these initiatives.

- **United States.** The Securities and Exchange Commission published a concept release on July 14, 2010 (the **SEC Concept Release**) seeking public comment on a wide range of topics related to the U.S. proxy system. The SEC Concept Release sought input on three general areas: (1) ensuring the accuracy, transparency, and efficiency of the voting process, (2) enhancing shareholder communication and participation, and (3) addressing the relationship between voting power and economic interest. The SEC Concept Release described the concerns related to these three areas that have been expressed by market participants and presented several possible regulatory responses to such concerns.⁸⁰ The SEC received nearly 250 comment letters in response and, as of this time, has not engaged in any rulemaking with respect to the topics addressed by the SEC Concept Release.
- **United Kingdom.** Institutional shareholders, custodians and regulators formed a Shareholder Voting Working Group in 1999 to review impediments to voting shares in U.K. companies and prepared a series of reports between 2001 and 2007. The 2007 report noted the continued problem of “lost” votes and the difficulties in tracing the vote from the investor to the issuer/registrar. The report described a vote tracing exercise conducted by Georgeson Shareholder Ltd. which found that of the votes cast by 25 institutional investors at an annual meeting, 4.97% were “lost”, with the most common reason (49.6%) being that too many votes were submitted on the record date, resulting in the votes being rejected. The 2007 report recommend that the participants involved in the voting process should undertake steps to make the process more efficient and transparent, establish a clear audit trail and urged more companies to undertake tracing exercises to determine whether any votes have been lost.⁸¹ On April 26, 2012, the Institute of Chartered Secretaries and Administrators Registrars Group published a guidance note on the practical issues around voting at general meetings; which among other things, sets out views and guidance on how certain reconciliation issues should be addressed.⁸²

⁸⁰ U.S., *Concept Release on the U.S. Proxy System*, U.S. Securities and Exchange Commission, Release No. 34-62495, (July 14, 2010) at 7, online: <<http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>>.

⁸¹ Paul Myners, “Review of the Impediments to Voting UK Shares: Report by Paul Myners to the Shareholder Voting Working Group – An Update on Progress Three Years On” July 2007 at 1-2, online: <<http://www.investmentfunds.org.uk/press-centre/2007/20070730/>>.

⁸² Institute of Company Secretaries and Administrators Registrars Group, *Practical issues around voting at general meetings* (April 2012), online: <<https://www.icsaglobal.com/assets/files/pdfs/guidance/Guidance%20notes%202012/ICSA%20Registrars%20Group%20Best%20Practice%20Note%20-%20Practical%20issues%20around%20voting%20at%20general%20meetings%20-%20April%202012.pdf>>.

- **Australia.** In September 2007, the Investment and Financial Services Association (now the Financial Services Council) made submissions to a Parliamentary Joint Committee on Corporations and Financial Services inquiry into shareholder engagement and participation. The submissions noted concerns regarding the integrity of the proxy voting system and recommended legislative and industry based reforms to improve the system. The Parliamentary Joint Committee on Corporations and Financial Services issued its final report on shareholder engagement and participation in June 2008, which included high-level recommendations aimed at improving the integrity of the proxy voting system.⁸³ The Australian government is continuing to consider the recommendations in this report. In September 2011, the Australian Institute of Company Directors published a report that noted continued concern over “lost”, miscounted and discarded votes, and the lack of an audit trail to establish that investor votes have been voted as instructed.⁸⁴
- **France.** AMF France established in 2001 a working group on improving the exercise of shareholder voting rights at general meetings, and in 2012 presented a report for public consultation. The working group noted that non-resident institutional investors faced a risk of not having their votes counted at meetings due to the complexity of the long chain of service providers used by these investors and their custodians. The working group also noted that a number of improvements had been made to the voting system in France; however, shareholders who wished to receive relevant meeting information and have their votes counted should consider being registered directly on the issuer’s books or hold shares in bearer form with a French custodian.⁸⁵

⁸³ Parliamentary Joint Committee on Corporations and Financial Services, Better Shareholders – Better Company: Shareholder engagement and participation in Australia (June 2008), online: <http://www.aph.gov.au/Parliamentary_Business/Committees/Senate_Committees?url=corporations_ctte/completed_inquiries/2008-10/sharehold/report/index.htm>.

⁸⁴ Australian Institute of Company Directors, Institutional Share Voting and Engagement: Exploring the Links Between Directors, Institutional Shareholders and Proxy Advisers (September 2011) at 8, online: <http://www.companydirectors.com.au/Director-Resource-Centre/Research-reports/~media/Resources/Director%20Resource%20Centre/Research/AICD%20%20ISVotingWeb_FINAL.ashx>.

⁸⁵ Olivier Poupart Lafarge, “Final Report of the Working Group on General Meetings of Shareholders of Listed Companies”, (July 2, 2012) at 23 and 27, online: <http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fa985cfe0-4354-4fca-aba4-234cdf408d74>.

6.2.2 Publication

Aucune information.