



HAL
open science

Le Say on Pay au Canada - Quelles sont les raisons d'un cadre non contraignant pour la rémunération des hauts dirigeants des sociétés de la Bourse de Toronto ?

Vanessa Serret, Sylvie Berthelot

► To cite this version:

Vanessa Serret, Sylvie Berthelot. Le Say on Pay au Canada - Quelles sont les raisons d'un cadre non contraignant pour la rémunération des hauts dirigeants des sociétés de la Bourse de Toronto ?. *Revue française de gouvernance d'entreprise*, 2020, 22-23, pp.91-113. hal-03168762

HAL Id: hal-03168762

<https://hal.science/hal-03168762v1>

Submitted on 24 Sep 2024

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Wahab, EA., How, JCY. and Verhoeven, P. (2007), The impact of the Malaysian Code on Corporate Governance: Compliance, institutional investors and stock performance, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 3(2), 106–129.

Wei, Z. and Varela, O. (2003), State equity ownership and firm market performance: Evidence from China's newly privatized firms, *Global Finance Journal*, 14, 65–82.

Zhang, IX. (2007), Economic consequences of the Sarbanes–Oxley Act of 2002, *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2), 74–115.

LE SAY ON PAY AU CANADA – QUELLES SONT LES RAISONS D'UN CADRE NON CONTRAIGNANT POUR LA RÉMUNÉRATION DES HAUTS DIRIGEANTS DES SOCIÉTÉS DE LA BOURSE DE TORONTO ?

Vanessa Serret,

Professeur des Universités, Université de Lorraine, IAE de Metz,
1 rue Augustin Fresnel, 57073 Metz Cedex 03, France,
Vanessa.serret@univ-lorraine.fr

Sylvie Berthelot,

Ph.D., FCMA, CMA, CPA, Full professor at Université de
Sherbrooke, École de gestion - Université de Sherbrooke,
Sherbrooke, (Québec) J1K 2R1, Sylvie.Berthelot@USherbrooke.ca

RÉSUMÉ:

Le début de la décennie 2000, suivi de la récession financière de 2007-08, a ravivé les débats entourant le salaire des dirigeants des grandes entreprises. Les imperfections avérées des pratiques de rémunération ont fait émerger un nouvel outil de contrôle susceptible d'y remédier. Le Say-on-Pay (SoP) est un outil de gouvernance qui permet aux actionnaires de s'exprimer sous la forme d'un vote consultatif ou contraignant sur le caractère adapté à leurs intérêts de la rémunération de leurs dirigeants. Alors que les actionnaires manifestent de l'intérêt pour la mise en place du vote consultatif dans les sociétés cotées à la Bourse de Toronto, ce dispositif au Canada n'est pas réglementé contrairement à la plupart des pays de

l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE). Cet article propose une analyse historique des raisons de l'absence de réglementation. Les raisons observées motivant un cadre non contraignant du SoP sont l'arrivée tardive (fin des années 90) de la possibilité de revendiquer leurs droits pour les actionnaires minoritaires au Canada, et une préférence culturelle pour le droit souple. Lorsque les actionnaires des sociétés ont interpellé les sociétés au moyen de résolutions, ce mécanisme a facilité le dialogue, la concertation entre les protagonistes, et s'est substitué à une réglementation plus stricte.

MOTS-CLEFS:

Say-on-pay, rémunérations des dirigeants, sociétés cotées à la Bourse de Toronto, exposé-sondage, démocratie actionnariale

ABSTRACT:

The early 2000s, followed by the financial recession of 2007-08, rekindled debate on the salaries of executives of large corporations. Proven imperfections in compensation practices led to the emergence of a new monitoring tool to address them. Say-on-pay (SoP) is a governance mechanism that allows shareholders to express themselves in the form of an advisory or binding vote on the appropriateness of executive compensation to their interests. While shareholders have expressed interest in the implementation of a say-on-pay advisory vote in companies listed on the Toronto Stock Exchange, it is not regulated in Canada, unlike in most member countries of the Organization for Economic Cooperation and Development (OECD). This article provides a historical analysis of the reasons for this lack of regulation. The reasons noted for a non-binding SoP framework are the late arrival (late 1990s) of the opportunity for minority shareholders in Canada to claim their rights and a cultural preference for soft law. When company shareholders have challenged companies by means of resolutions, this mechanism has facilitated dialogue and consultation between the protagonists and has replaced stricter regulation.

KEYWORDS:

Say-on-pay, executive compensation, Toronto Stock Exchange listed companies, exposure draft, shareholder democracy

CLASSIFICATION JOURNAL OF ECONOMIC LITERATURE:

G3, G340, J3

INTRODUCTION

Le début de la décennie 2000, suivi de la récession financière de 2007-08, a ravivé les débats entourant le salaire des hauts dirigeants. Au cœur des scandales financiers et de la crise elle-même, les rémunérations versées à ces dirigeants, mandataires sociaux, sont demeurées très élevées, indépendamment des performances financières affichées par les sociétés cotées. Ce constat a porté atteinte à la crédibilité des systèmes d'incitations, préconisées en vertu de la création de la valeur actionnariale. Il a également provoqué l'émergence d'un outil de gouvernance supposé remédier aux imperfections de ces pratiques salariales. Ainsi, le *Say-on-Pay (SoP)* permet aux actionnaires de s'exprimer sous forme de vote au cours de l'assemblée générale annuelle, sur le caractère adapté ou non de la rémunération de leurs dirigeants.

Poussé par des cas emblématiques de rémunération excessive, le Royaume-Uni a été le premier pays à se doter d'une réglementation *SoP* en 2002. Cette pratique régulatrice s'est alors répandue dans la plupart des places financières. Durant les quinze dernières années, les spécialistes de la gouvernance ont alors multiplié les recherches (Bowlin *et al.*, 2020; Lozano-Reina et Sánchez-Marín, 2020, Obermann, 2020, Obermann et Velte, 2018). Une partie de cette littérature s'est focalisée sur les conséquences du *SoP* sur le niveau et la structure du salaire des dirigeants. Une autre partie s'est intéressée aux facteurs favorisant la mise en place d'une telle régulation. Cette recherche s'inscrit dans ce second courant.

L'article porte sur le *SoP* en contexte canadien. Il s'interroge sur les raisons d'un cadre non contraignant pour le vote des actionnaires sur la rémunération de leurs dirigeants, alors même que l'évolution de leurs salaires est critiquable. Au Canada, la rémunération médiane des chefs de la direction (Directeur général, DG) des grandes entreprises cotées a plus que doublé¹ entre 1998 et 2007. Cette augmentation a été suivie d'une baisse de 17,7 % en 2008 en raison de la crise financière. Pour autant, ces rémunérations ont progressé de nouveau à partir de 2010. Parallèlement, le rapport entre la rémunération médiane des chefs de la direction (DG) des grandes entreprises canadiennes et le salaire moyen gagné par les employés du secteur privé canadien est passé d'un multiple de 62 en 1998 à un multiple de 140 en 2016 (IGOPP, 2017). À ce jour, lorsque certaines sociétés de la Bourse de Toronto pratiquent le vote consultatif² des actionnaires, elles décident de le faire « volontairement » et non pas en raison de l'application d'une réglementation contrairement à la plupart des places financières.

Ce travail s'intéresse au débat public canadien concernant la pertinence d'une réglementation *SoP* et contribue à la littérature sur la rémunération des dirigeants de différentes manières. Premièrement, il porte un regard exploratoire et qualitatif sur les raisons pour lesquelles le dispositif du *SoP* des sociétés de la Bourse de Toronto n'est pas réglementé. Il analyse l'argumentaire formel déployé par les protagonistes. Cette démarche méthodologique se distingue des travaux empiriques antérieurs de type quantitatif. Elle tient compte de l'évolution des faits, et du discours des acteurs concernés entre 2008 et 2020.

Deuxièmement, Obermann et Velte (2018) soulignent l'homogénéité des pays d'échantillonnage dans les travaux

¹ Sur la même période, le taux d'inflation a été en moyenne de 2,5 % (Banque du Canada).

² Les sociétés qui demandent volontairement l'avis de leurs actionnaires le font à titre consultatif. Si leurs actionnaires ne sont pas d'accord, ces sociétés ne sont pas obligées de modifier leur politique de rémunération. Le vote est consultatif (versus contraignant) de l'avis actionnarial.

antérieurs (principalement les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Australie). On connaît peu de choses sur des pays tel que le Canada, qui fonctionnent selon un système de vote totalement volontaire. Dans un tel système, les dirigeants des entreprises décident de mettre en place ou non ce vote (Obermann, 2020). En se focalisant sur le Canada, cette étude enrichit la littérature en raison des particularités institutionnelles sur le plan du droit et de la culture organisationnelle.

Troisièmement, cet article contribue à l'étude de la démocratie actionnariale en mettant en évidence l'impact des résolutions actionnariales sur l'émergence du *SoP* au Canada (Ferri, 2012 ; Gantchev et Giannetti 2020).

Les raisons observées motivant un cadre non contraignant du *SoP* sont l'arrivée tardive (fin des années 90) de revendications sous forme de résolutions pour les actionnaires minoritaires au Canada (les années 40 pour les États-Unis), et une préférence culturelle pour le droit souple. Lorsque les actionnaires des sociétés canadiennes ont obtenu les moyens légaux d'interpeller les entreprises (revendication de leurs droits sous forme de résolutions), ce mécanisme a facilité le dialogue, la concertation entre les protagonistes et s'est substitué à une réglementation plus stricte. Entre 2008 et 2020, la pratique du *SoP* dans les sociétés est devenue plus fréquente en raison d'un processus de démocratie actionnariale.

La première partie revient sur le concept de *SoP* et recense les principaux facteurs empiriques influençant sa pratique. La seconde partie interprète les débats publics entourant l'émergence du vote consultatif dans le contexte canadien. La troisième partie catégorise les réactions observées des conseils d'administration aux demandes de mise en place du *SoP* dans le cadre de la démocratie actionnariale canadienne. La conclusion rappelle les

principaux résultats, apporte des éléments de réflexion en matière de recherche et de réglementations futures.

1. REVUE DE LA LITTÉRATURE

1.1 *Le SoP contestation des administrateurs ou appui aux administrateurs de la société ?*

Le conseil d'administration (CA) est un organe central de gouvernance qui protège la valeur actionnariale. Par l'exercice de leur contrôle, les administrateurs alignent les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants, tout en évitant l'appropriation de la valeur créée par ces mêmes dirigeants (Fama et Jensen, 1983). Le contrôle de la politique de rémunération est l'une des prérogatives du CA, qui est alors assisté par un comité de rémunération, lui-même composé d'administrateurs indépendants. Cependant, la littérature constate les limites de l'efficacité décisionnelle des administrateurs (Saint-Onge et Serret, 2018). La principale de ces limites porte sur la définition de l'indépendance formelle³, qui reste encore insuffisante pour organiser la réelle indépendance d'esprit des administrateurs (Bebchuk et Fried, 2005). Par exemple, l'expression libre est limitée en raison d'une loyauté parfois excessive des membres du CA à leur dirigeant. Nombreux sont les travaux qui insistent sur la nécessité de dépasser le caractère formel de cette indépendance (Jeanjean et Marmousez, 2019; Magnan et Saint-Onge, 2014; Bebchuk et Hamdani, 2017).

D'une part, le *SoP* apporterait la solution à l'insuffisance du contrôle interne du CA (Thomas et al., 2012). Bainbridge (2015) constate qu'il s'agit alors d'une contestation historique de la responsabilité juridique des administrateurs par les actionnaires. Le *SoP* renforce

³ La norme au Canada est un CA composé majoritairement d'administrateurs indépendants à l'exception du chef de la direction (Rapport Spencer Stuart).

les possibilités d'activisme en procurant aux actionnaires un outil supplémentaire pour manifester publiquement leur insatisfaction concernant le salaire du dirigeant mandataire social.

D'autre part, les administrateurs obtenant un vote de soutien de leurs actionnaires concernant la conduite d'une politique de rémunération s'imposeront plus facilement face à un dirigeant autoritaire (Brunarski *et al.*, 2015; Marinilka *et al.*, 2016).

Le *SoP* sera donc, dans certains cas une contestation de l'efficacité du contrôle des administrateurs et dans d'autres cas un appui à la fonction disciplinaire de ces administrateurs. Sur la base d'un échantillon de 404 sociétés de la Bourse de Toronto, Berthelot et Coulmont (2018) ont pu constater pour une période de deux ans (2015-16) que les actionnaires apportaient un soutien de 97 % en moyenne aux administrateurs lors de leurs élections, ce qui témoignerait, a priori, d'une grande confiance accordée. Dans une certaine mesure, cette confiance est un élément explicatif de l'absence de réglementation obligeant les sociétés à pratiquer le vote consultatif dans le contexte canadien.

1.2 *Les facteurs empiriques déterminants la mise en place du Say-on-Pay*

L'examen de la littérature fait ressortir plusieurs facteurs influençant la mise en place du *SoP*. (Obermann et Velte, 2018). En premier lieu, la problématique de la rémunération est l'une des principales raisons conduisant les actionnaires à interpellier leurs dirigeants et exiger la mise en place du *SoP* (Alissa, 2015; Armstrong *et al.*, 2013; Balsam *et al.*, 2016; Gregory-Smith *et al.*, 2014; 2016; Grosse *et al.* 2017; Kent *et al.*, 2018). Cet activisme actionnarial est renforcé par la taille de la société, l'exigence de contrôle est plus forte dans les grandes entreprises où les coûts d'agence sont en moyenne plus élevés (Burns et Minnick, 2013; Renneboog et Szilagyi, 2011). Des performances financières

insuffisantes renforcent également l'activisme des actionnaires (Obermann, 2020).

De manière générale, le constat par les actionnaires d'une gouvernance interne de mauvaise qualité influence positivement la mise en place du *SoP* (Balsam *et al.*, 2016; Sauerwald *et al.*, 2018; Van der Elst et Lafarre, 2017). Toutefois, si la structure de propriété est concentrée avec des investisseurs de long terme (Stathopoulos et Voulgaris, 2016), le mécontentement des actionnaires diminuera en raison des capacités de contrôle plus élevées des actionnaires majoritaires. Pour autant, la géographie du capital, variable d'une société à une autre influence également la pratique du *SoP* par leurs dirigeants. Ainsi, la littérature distingue les investisseurs institutionnels d'une part et les activistes, tels que les syndicats, les groupes de pression environnementaux ou les groupes religieux, d'autre part (Ertimur *et al.*, 2011). Les investisseurs institutionnels⁴ ont une obligation fiduciaire de protection de la valeur actionnariale (Larcker *et al.*, 2015). Leurs efforts pour surveiller l'entreprise puis s'engager dans le militantisme sont donc modérés par leurs investissements stratégiques. Par contre, les autres activistes sont davantage concernés par les préoccupations de la société civile qui pourrait s'inquiéter de rémunérations socialement inacceptables. Enfin, les actionnaires sont également influencés par les *proxy advisors* ou agences de conseils de vote (*Glass Lewis* par exemple). Les recommandations de ces agences peuvent expliquer jusqu'à trois quarts des résultats de vote des actionnaires (Larcker *et al.*, 2015) et renforcer la contestation (Hooghiemstra *et al.*, 2015).

Au Canada, l'adoption du vote consultatif est principalement influencée par les pressions activistes ainsi que par la taille et la double cotation de la société (Serret *et al.*, 2016). La mise en place du *SoP* est motivée par une diminution des coûts d'agence. À cela

⁴ Il conviendrait pour une analyse plus fine de distinguer les différentes catégories d'investisseurs institutionnels et leurs motivations de court terme, moyen terme ou long terme.

se rajoute un phénomène de mimétisme des pratiques. La logique qui prévaut consiste alors pour la société à se mettre en conformité avec les codes de gouvernance, suivant une approche de loi souple (*soft law*), comme cela a été observé pour la promotion de la diversité de genre dans les conseils d'administration dans le même contexte (Allemand *et al.*, 2016).

2. APPROCHE HISTORIQUE DES DÉBATS PUBLICS SUR LE SOP AU CANADA

2.1 L'absence de législation au Canada à l'inverse du mode dominant international

Le *SoP* s'est développé à l'échelle internationale avec des variations selon les contextes institutionnels (Belcredi *et al.* 2014; Ferri et Göx, 2018; Lieder et Fisher, 2011; Mason *et al.*, 2016; Thomas et Van der Elst, 2015). La littérature s'est concentrée sur le *SoP* légalement réglementé (Stathopoulos et Voulgaris, 2016) en raison de ce mode dominant (Obermann, 2020; OCDE Corporate Governance Factbook, 2017).

Dans de nombreux pays, le *SoP* a été initialement consultatif de l'avis des actionnaires pour ensuite devenir contraignant (cas notamment de la France ou du Royaume-Uni). À partir de l'instant où le vote devient contraignant, le CA est obligé de modifier sa politique de rémunération en cas de désaccord des actionnaires. Dans certains pays, le vote est à la fois consultatif et contraignant selon les secteurs d'activité (cas de l'Italie notamment pour le secteur de la banque et de l'assurance). Dans d'autres pays, le cadre réglementaire qui préconise le *SoP* ne définit pas a priori la nature du vote, ce qui permet à chaque société de décider de pratiquer un vote consultatif ou contraignant et de l'indiquer précisément dans ses statuts.

Enfin, le champ d'application du vote est plus ou moins large: les salaires des dirigeants opérationnels (équipe de dirigeants plus ou moins large) auxquels se rajoutent éventuellement les salaires des administrateurs.

Au Canada, le *SoP* est préconisé par les bonnes pratiques. Les actionnaires donnent leur avis (consultatif) au salaire du seul dirigeant. Le Canada fonctionne selon un système de vote accordé par la société à ses actionnaires. Bien que la pratique du *SoP* se soit développée au Canada dès 2008 sous la pression des actionnaires activistes, jusqu'à présent aucune réglementation n'a été mise en place. Cette singularité fait débat (IGGOP, 2010) dans la société civile canadienne. Nous revenons sur les faits entourant cette situation.

2.2 *Activisme actionnarial et apparition du Say-on-Pay au Canada*

En raison de l'arrivée tardive⁵ du phénomène d'activisme, les études au Canada sont peu nombreuses (Yang et al., 2012).

En 1997, le jugement Rayle se positionne en faveur du recours judiciaire déposé par Yves Michaud, homme politique, journaliste québécois, et président fondateur charismatique du Mouvement d'Éducation et de Défense des Actionnaires minoritaires (MEDAC). L'enjeu de ce recours judiciaire est d'obtenir la possibilité de soumettre des propositions aux assemblées générales des banques canadiennes, en ce qui concerne les rémunérations des dirigeants, et sans aucune obstruction de celles-ci. Or, à la fin de la décennie 90, les banques visées refusent d'inclure de telles propositions dans leur circulaire de sollicitation de procuration, en argumentant qu'Yves Michaud «n'était pas motivé par l'intérêt d'un actionnaire authentique». Par la suite, le juge Rayle contraint les banques à réintroduire les propositions initialement

refusées, au nom du droit des actionnaires. À partir de 1997, les actionnaires des sociétés canadiennes peuvent désormais déposer des résolutions pour faire entendre leur voix au moment des assemblées générales annuelles. Dès lors, le contexte canadien de dépôts des résolutions devient plus favorable aux actionnaires minoritaires⁶ tout en réduisant les coûts des initiatives de contestation actionnariale (Bates et Hennessy, 2010).

En l'absence de réglementation s'appliquant à toutes les sociétés concernant le *SoP* au Canada, les actionnaires qui le souhaitent doivent donc soumettre des propositions de résolution pour qu'une entreprise étudie la question de sa mise en place. Un investisseur détenant des actions d'une valeur minimale de 2 000 \$CA ou 1 % de la valeur de marché de la société pendant au moins six mois a le droit de proposer une résolution de 500 mots lors de l'assemblée générale annuelle (article 137 de la loi canadienne sur les sociétés par actions). C'est seulement à partir de 2008 que le *SoP* au Canada a fait l'objet de résolutions actionnariales auprès des cinq grandes banques canadiennes (Trottier, 2012).

2.3 *L'exposé sondage de l'Ontario Securities Commission en 2011*

Parallèlement à cette progression retracée de l'activisme au Canada, un exposé-sondage réalisé par l'*Ontario Securities Commission* (OSC) en 2011, intitulé 54-701 – *Regulatory Developments Regarding Shareholder Democracy Issues*, a conduit au rejet provisoire d'un projet de loi contraignante concernant la mise en place du vote consultatif. Au cours de ce sondage, 58,3 % des répondants y étaient pourtant favorables. Cependant, la question du vote consultatif n'était pas la seule abordée ce qui n'aurait pas permis aux autorités de trancher

⁵ À la fin des années 1990 au Canada comparativement aux années 40 aux États-Unis.

⁶ Serret et Berthelot (2011) montrent que le cadre réglementaire canadien concernant les résolutions est quasi similaire à celui des États-Unis. Aux États-Unis, cette réglementation existe depuis les années 40.

définitivement. Les répondants à cet exposé-sondage étaient au nombre de 48⁷ au total comprenant des organismes à but non lucratif (9), des organisations fournissant des services aux investisseurs ou aux entreprises (13), des investisseurs institutionnels (13), des entreprises (9) et des individus issus de la société civile (4). Les Tableaux n°1 et n°2 présentent les principaux arguments (favorables et défavorables) soumis au regard de cet exposé-sondage.

Tableau 1: Les arguments défavorables à la mise en place d'une loi contraignante sur le vote consultatif

Le SoP est déjà pratiqué dans les entreprises cotées aux États-Unis et au Royaume-Uni.	35,85 %
Le CA a des responsabilités fiduciaires.	30,19 %
Les actionnaires manquent d'expertise.	18,87 %
Il existe d'autres mécanismes de gouvernance pour que les actionnaires se fassent entendre.	18,87 %
Le vote exprimé ne donne pas suffisamment d'informations aux CA.	13,21 %
Le SoP favorise une vision à court terme.	9,43 %
Les actionnaires sont en situation d'asymétrie d'information.	9,43 %
Dans le contexte canadien, il est trop tôt pour mettre en place le SoP.	7,55 %
Le SoP devrait être ponctuel et flexible compte tenu de la stabilité des régimes de rémunérations.	7,55 %
Le vote des administrateurs par majorité est plus efficace.	7,55 %
Le SoP devrait être pratiqué tous les trois ans (et en cas de parachute doré) compte tenu de la stabilité des régimes de rémunérations.	5,66 %
Le SoP est coûteux.	3,77 %
Les régimes de rémunération sont complexes.	3,77 %
Les pourcentages d'approbations des actionnaires sont élevés donc le SoP n'est pas pertinent.	3,77 %
Le travail du CA serait plus compliqué.	3,77 %

⁷ Quinze autres répondants se sont exprimés sur d'autres éléments de l'exposé-sondage, mais n'ont pas exprimé d'opinion au regard de la mise en place d'une réglementation portant sur le Say-on-Pay.

L'avis des actionnaires n'est pas prioritaire.	1,89 %
Il n'est pas pertinent d'organiser un vote sur une rémunération déjà versée.	1,89 %
Il est plus simple d'élire ou d'exiger la démission d'un administrateur.	1,89 %
L'entreprise utilise déjà un avis externe (conseil en rémunération).	1,89 %
La fréquence du vote devrait être de trois ans.	1,89 %
Le SoP n'apporterait pas une meilleure transparence aux actionnaires.	1,89 %
Le système actuel fonctionne bien.	1,89 %
Le SoP doit être pratiqué seulement dans les grandes entreprises.	1,89 %

Tableau 2: Les arguments favorables à la mise en place du SoP

Le SoP permet aux actionnaires de s'exprimer directement.	37,74 %
Le SoP apporte de la transparence.	30,19 %
Le SoP apporte une meilleure gouvernance.	28,30 %
Le SoP oblige le CA à montrer le lien avec la performance.	15,09 %
Le SoP permet aux actionnaires de valider le point de vue des administrateurs.	9,43 %
Les rémunérations ont fortement progressé en comparaison de celles des employés.	7,55 %
Le SoP permet aux actionnaires de prendre des décisions éclairées.	3,77 %
Certains actionnaires souhaitent de la rentabilité à long terme.	3,77 %
Les rémunérations versées auraient pu être investies dans de nouveaux projets.	3,77 %
Le SoP est souhaité par les actionnaires.	1,89 %
Certains administrateurs n'agissent pas dans l'intérêt de leurs actionnaires.	1,89 %
Certains régimes de rémunérations incitent les dirigeants à une prise de décision inadaptée.	1,89 %
Le SoP permet d'exprimer son insatisfaction sans remettre en question un administrateur compétent.	1,89 %

Le principal argument évoqué (35,85 %) en défaveur du vote consultatif des actionnaires est l'existence du SoP dans d'autres pays où certaines sociétés canadiennes sont cotées ce qui est d'ailleurs confirmé par les travaux antérieurs (Serret *et al.*, 2016).

Parmi les arguments en défaveur d'une loi contraignante, la légitimité du CA arrive en seconde position (30,19 %) :

“The perceived need for such a vote sends a very clear message – Directors cannot be trusted and additional approval of their work is required. As a practitioner I emphasize this is disappointing and disheartening.”

Le manque d'expertise et de connaissances des actionnaires est également souligné (18,87 %) :

“The focus on pay-for-performance, which is a leitmotiv of the argument for Say on Pay, could lead to unexpected results. The quest for a direct and quantitative link between compensation and performance has already spawned complex forms of compensation and esoteric performance measures. The threat of a negative vote by shareholders if this linkage is not sufficiently persuasive may well shift the ways boards set compensation. They may gradually emphasize the achievement of short and medium terms financial ratios while neglecting longer term challenges critical to the success and survival of the company.”

Les répondants soulignent également l'existence d'autres mécanismes de gouvernance, et d'autres moyens d'expression pour les actionnaires (Tableau n°1).

Les arguments en faveur d'une réglementation sont moins nombreux (Tableau n°2). Les deux principaux arguments en faveur du SoP sont la possibilité pour les actionnaires de s'exprimer directement (37,4 %) et l'amélioration de la transparence (30,19 %).

3. ANALYSE DES RÉPONSES APPORTÉES AUX RÉSOLUTIONS D'ACTIONNAIRES PAR LES CONSEILS D'ADMINISTRATION

Nous avons également collecté et analysé les réponses apportées par les CA à la suite d'une résolution d'actionnaires visant à mettre en place le vote consultatif dans certaines sociétés ciblées.

3.1 Les données collectées et la méthodologie

Peu de travaux ont traité de la rhétorique formelle des sociétés entourant les propositions qui leur sont soumises par certains de leurs actionnaires. L'approche que nous privilégions est de nature interprétative et complète les travaux de nature statistique. Elle est pertinente lorsqu'il s'agit d'étudier un processus d'évolution de la prise en compte des revendications actionnariales.

En vertu des lois canadiennes en vigueur, notamment la Loi canadienne sur les sociétés par actions, le Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral et le Règlement 51-102 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, les sociétés canadiennes doivent publier une circulaire de sollicitation de procurations de la direction dans laquelle elles présentent les propositions des actionnaires qui seront soumises au vote lors de la prochaine assemblée générale annuelle. Ainsi, les sociétés publient ces propositions dans leur circulaire en les accompagnant de leurs recommandations. Ces recommandations de vote aux actionnaires sont étayées par un argumentaire que nous avons recueilli.

Dans une logique de triangulation⁸, la collecte de données a également recensé l'ensemble des propositions soumises aux

⁸ La triangulation (Apostolidis, 2003) est une démarche où l'on croise différentes approches d'un objet de recherche, afin d'augmenter la validité et la qualité des résultats obtenus. La triangulation par multiplication des sources d'information peut se mettre en œuvre à différents niveaux. Dans l'étude proposée, la triangulation des données se réalise par le recueil de données à différents moments, lieux et/ou auprès de différents groupes de personnes.

assemblées générales annuelles visant l'adoption du SoP par les entreprises canadiennes disponibles sur le site Share.ca. Ce site a été développé par *Shareholder Association for Research & Education*, une association qui fournit des services de conseils et de votes aux investisseurs institutionnels canadiens engagés dans le domaine de l'investissement responsable.

“In order to build a sustainable economy, we need to harness the assets of the world’s financial system – including institutional investment pools such as pension funds, mutual funds, universities, foundations and religious investors. SHARE works with institutional investors to implement responsible investment strategies and to amplify their voices in support of a sustainable economy” (Extrait du site de Share).

Cette association recense et publie en ligne les propositions associées à des problématiques en lien avec l'investissement responsable soumises aux assemblées annuelles par certains actionnaires. Sur plus de 1000 propositions recensées entre 2008 (année des premières propositions) et 2017 inclusivement par cette association, 68 visaient spécifiquement l'adoption du SoP, soit 6,8 %.

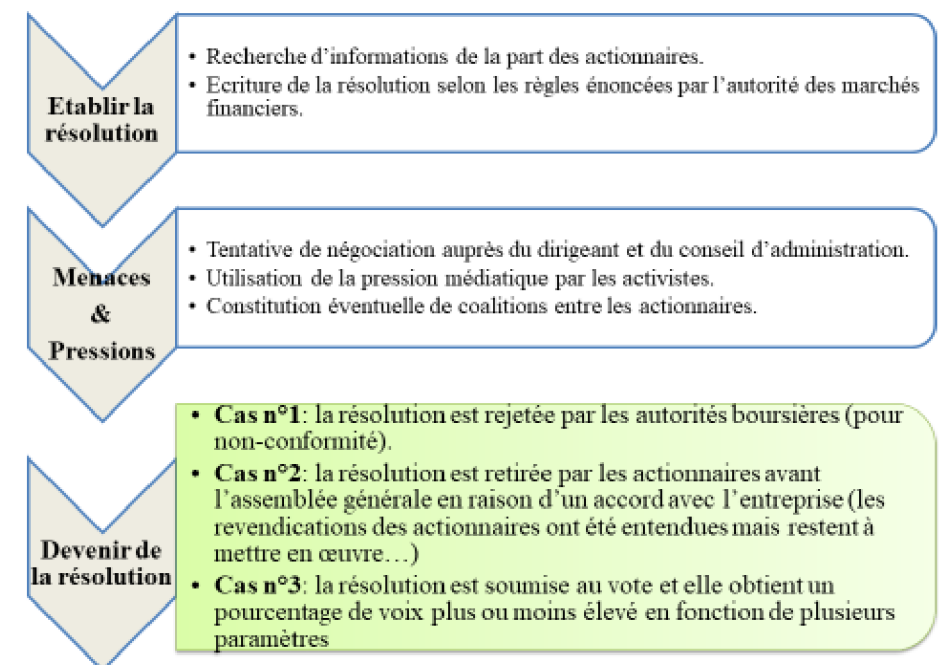
Les arguments avancés par les sociétés en vue d'inciter les actionnaires à voter contre ces propositions contenues dans leur circulaire de sollicitation de procurations de la direction ont été encodés. L'encodage s'est réalisé en deux étapes (Miles *et al.*, 2014). Dans une première étape, une grille d'encodage a été développée à partir des arguments relevés à l'égard des recommandations des entreprises concernant les propositions soumises dans leurs circulaires de sollicitation de procurations. Ce premier encodage de type « descriptif » a permis de résumer en quelques mots l'essentiel des arguments avancés par les entreprises. Dans une deuxième étape, l'encodage des

recommandations des entreprises a été reconstruit à partir d'une grille développée en vue de valider les catégories d'arguments émergeant de la rhétorique des sociétés. Toutes les divergences ont été analysées et les catégories ont été ajustées de manière à refléter le mieux possible l'esprit des arguments.

3.2 Description de l'échantillon de résolutions déposées par les activistes

Le processus de menace de résolution consiste à cibler une société concernant une problématique identifiée (la demande de la pratique du vote consultatif). La Figure n°1 récapitule ce processus.

Figure 1: Processus d'utilisation par les activistes de la menace de résolution



La société est l'objet d'interrogations au travers d'échanges face à face, téléphoniques et/ou de courriers sur son risque potentiel

concernant le sujet abordé. L'initiation des négociations est a priori informelle (*behind the scene*, Rehbein et al., 2012). Deux possibilités se présentent, soit la société répond aux questions posées, soit elle décide de les ignorer. À chaque étape du processus, les actionnaires peuvent décider de médiatiser leur mécontentement pour augmenter la pression sur la société. En cas d'accord préalable, la résolution est retirée⁹. Si les protagonistes ne s'accordent pas, les activistes soumettront au vote une résolution au moment de l'assemblée générale annuelle. Les données collectées ne concernent que ce dernier cas de figure (le cas n°3 de la figure 1), c'est-à-dire, lorsque les protagonistes (la direction et le groupe d'actionnaires mécontents) ne s'accordent pas préalablement, et que les activistes soumettent au vote une résolution au moment de l'assemblée générale annuelle. Nous analyserons les réponses apportées aux 68 résolutions portant sur 44 sociétés canadiennes sur une période comprise entre 2008 et 2017 (10 ans au total). Ces entreprises appartiennent à plusieurs secteurs d'activité (Tableau n°3). Le secteur financier et le secteur des matériaux constituent plus de 43 % de l'échantillon.

Tableau 3: Répartition des entreprises par secteur d'activité

Secteurs d'activités	Nombre d'entreprises	Pourcentage
Financiers	10	22,73 %
Matériaux	9	20,45 %
Industrie	6	13,64 %
Biens de consommation de base	4	9,09 %
Technologies de l'information	3	6,82 %
Télécommunications	3	6,82 %
Énergie	3	6,82 %
Biens de consommation discrétionnaires	3	6,82 %
Services aux collectivités	2	4,55 %
Santé	1	2,27 %
Total	44	100 %

⁹ Ces données sont difficilement vérifiables.

Certaines des sociétés ciblées (Annexe 1) ayant refusé dans un premier temps la mise en place du vote ont dû répondre aux activistes sur plusieurs années, par exemple, jusqu'à 5 fois pour *Power Corporation of Canada* (secteur financier) ou *Quebecor* (télécommunications). Plus de 27 % des entreprises ont fait l'objet, plus d'une fois, d'une résolution pour la mise en place du *SoP*.

Les trois principaux initiateurs (décrits dans l'Annexe 2) de résolutions sont le MEDAC qui représente la voix des actionnaires minoritaires, et deux investisseurs institutionnels. Dans le tableau n°4, on présente les résultats du processus des soixante-huit résolutions dans les quarante-quatre entreprises (Annexe 1). Les résolutions du MEDAC sont peu soutenues par l'ensemble des actionnaires (25,12 %) comparées à celles de *Montrusco Bolton Investments* (73,26 %). De manière générale, les résolutions émanant des investisseurs institutionnels obtiennent un soutien plus fort de l'ensemble des actionnaires. Ils obtiennent également un plus fort pourcentage d'adoption de la résolution (69,20 % pour *Meritas Funds*). Au regard du pourcentage de retrait élevé de 76,9 % de *Meritas Funds*, ce succès actionnarial a lieu en partie *behind the scene* (Rehbein et al., 2012).

Tableau 4: Les résolutions par initiateur: taux de retrait, de vote et d'adoption

Initiateur	Résultats des votes (moyenne)	Pourcentage de retrait	Pourcentage d'adoption
MÉDAC (36 propositions)	25,12 % (33 propositions)	8,33 % (3 propositions)	8,33 % (3 propositions)
Investisseurs institutionnels comme initiateur			
Meritas funds (26 propositions)	49,83 % (6 propositions)	76,9 % (20)	69,20 % (18 propositions)
Montrusco Bolton Investments (5 propositions)	73,26 % (5 propositions)	–	40 % (2 propositions)
Clarke (1 proposition)	33,1 % (1 proposition)		100 % (1 proposition)

Dans l'ensemble, alors que le MEDAC a été pionnier sur les questions des rémunérations, les fonds d'investissement arrivent à mobiliser un plus grand nombre d'actionnaires lors des assemblées générales, ce qui se traduit par un taux d'adoption élevé (seulement 8,33 % pour le MEDAC). Cette différence s'explique par une plus forte efficacité. Premièrement, ce sont des acteurs reconnus par le système financier ce qui leur donne plus de crédibilité pour négocier avec les sociétés ciblées. Deuxièmement, ils disposent de ressources financières importantes pour défendre leurs intérêts. Ces deux éléments leur permettent de créer facilement des coalitions d'actionnaires. Pour autant, la multiplication des demandes de mise en place du *SoP* indépendamment de leur initiateur contribue à faire évoluer les points de vue. Notons que certaines sociétés sont particulièrement résistantes aux résolutions (*Power Corporation Of Canada*, par exemple).

3.3 Analyse du corpus des réponses apportées par les sociétés aux résolutions déposées

Il est rare qu'un seul argument soit avancé pour répondre aux actionnaires. Les réponses des CA qui tentent de dissuader les actionnaires sont présentées dans l'Annexe 3. Ainsi, 81,39 % des CA des quarante-quatre entreprises mettent en avant l'argument juridique concernant la prérogative des administrateurs de fixer la rémunération de leurs dirigeants (Bainbridge, 2015) rejoignant les avis exprimés dans l'exposé sondage de 2011. Dans le tableau n°5, nous avons regroupé les arguments présentés dans l'Annexe 3 tout en considérant qu'un argument ne peut se trouver que dans un seul des thèmes identifiés.

Tableau 5: Les arguments regroupés en catégories

I. La responsabilité des administrateurs	
La rémunération est une prérogative qui relève de la responsabilité des administrateurs.	
Les administrateurs ont une obligation de loyauté vis-à-vis des actionnaires.	
La mise en place du <i>SoP</i> est de nature à déresponsabiliser les actionnaires.	
TOTAL	20,68 %
II. La compétence des administrateurs et du comité de rémunération	
Le comité de rémunération est compétent et informé.	
Le comité de rémunération a eu recours à un consultant.	
Les conditions de rémunérations sont adaptées au contexte de l'entreprise.	
Le <i>SoP</i> est une menace à l'embauche des meilleurs candidats.	
TOTAL	43,53 %
III. La possibilité pour les actionnaires de s'exprimer sans le <i>SoP</i>	
Le conseil d'administration invite les actionnaires à soumettre des commentaires.	
Le dialogue est présent avec les actionnaires.	
La proposition a été rejetée par les actionnaires les années précédentes.	
Les actionnaires ont la possibilité d'exprimer un désaccord par d'autres moyens.	
L'élection des administrateurs est l'opportunité de s'exprimer.	
Les actionnaires ont la possibilité de s'exprimer sur certains éléments de la rémunération.	
Une enquête en ligne est une meilleure solution apportée que le <i>SoP</i> .	
TOTAL	14,22 %
IV. La non-pertinence de l'avis des actionnaires	
Les actionnaires ont une vision de court terme contrairement aux administrateurs.	
Mise en cause des conflits d'intérêts des agences de conseil de vote.	
TOTAL	3,01 %

V. Les critiques sur l'efficacité du vote consultatif	
Il existe une controverse concernant les effets positifs du SoP.	
Le vote consultatif a un contenu informationnel limité.	
Le vote est anonyme.	
Le SoP est peu fréquent pour des entreprises de petite taille.	
Le SoP n'encourage pas le dialogue.	
Le SoP est coûteux à mettre en place.	
La mise en place du SoP serait une illusion de participation des actionnaires minoritaires.	
TOTAL	18,53 %

La catégorie d'arguments la plus fréquente est issue de la gouvernance actionnariale traditionnelle. Celle-ci fait référence au bon fonctionnement des mécanismes de gouvernance selon lesquels, 1) le marché du travail des dirigeants est compétitif (Fama, 1980); 2) la compétence des administrateurs renforce leur responsabilité juridique, assistés par un comité de rémunération et l'avis d'expert en rémunérations. Dans l'ensemble, les CA évitent la confrontation avec les actionnaires. Ainsi, la non-pertinence de l'avis des actionnaires est évoquée dans seulement 3 % des cas alors que dans l'exposé-sondage le manque d'expertise et de connaissances des actionnaires était souligné (18,87 %) par l'ensemble des répondants. En résumé, les raisons qui sont évoquées par les protagonistes relèvent essentiellement du cadre juridico financier classique tout en ménageant la susceptibilité des actionnaires. En ce sens, les résultats montrent que ce débat nourrit l'information et la communication entre la direction des sociétés et les actionnaires en conformément à ce qui a été observé dans d'autres travaux.

CONCLUSION

Les pratiques de rémunération contestées ont provoqué l'apparition d'un nouvel outil de gouvernance durant la décennie 2000. Ainsi, le SoP est un outil de gouvernance disciplinaire permettant aux actionnaires de s'exprimer sous la forme d'un vote sur le caractère pertinent de la rémunération de leurs dirigeants. Dans cet article, le SoP est illustré dans un contexte à actionnariat concentré dans les sociétés canadiennes accompagné d'un cadre réglementaire à l'américaine facilitant l'activisme (King et Santor, 2007). Lorsqu'il existe au moins un actionnaire détenteur d'un bloc de contrôle dans le capital, le conflit d'agence se situe entre les actionnaires majoritaires d'un côté et les actionnaires minoritaires de l'autre. Ainsi, nous observons que le vote consultatif est revendiqué en priorité au moyen de mécanisme de résolutions déposées par différentes catégories d'actionnaires minoritaires. Au Canada, les raisons principales d'un cadre peu contraignant pour le *Say on Pay* au Canada sont présentées dans le tableau n°6 ci-dessous.

Tableau 6: Les freins à un durcissement de la réglementation SoP au Canada

Contexte	Sociétés	Actionnaires
Arrivée tardive de la contestation par les actionnaires minoritaires. Préférence culturelle pour une approche de loi souple, comme on l'observe pour la représentation des femmes dans les CA (Allemand et al., 2016).	Présence d'actionnaires majoritaires dans les sociétés de la Bourse de Toronto (King et Santor, 2007).	Les actionnaires ont confiance dans la capacité des administrateurs à remplir leurs obligations (Berthelot et Coulmont, 2018).
L'activisme renforce le dialogue avec les sociétés et ainsi la confiance des actionnaires.		
Crainte qu'une réglementation peu flexible s'avère coûteuse.		

En retraçant l'histoire du SoP au Canada, nous avons constaté qu'en l'absence d'une réglementation, les sociétés adoptent au cas par cas le vote consultatif par un processus de démocratie actionnariale.

Le positionnement du Canada est-il de nature à affecter les droits des actionnaires? Bowlin et al. (2020) examinent au cours d'une expérience en laboratoire les effets relatifs du SoP lorsqu'il est imposé par la loi par rapport au cas où les entreprises invitent volontairement à un tel outil. Les auteurs observent que le fait que les conseils d'administration donnent volontairement aux investisseurs un droit de regard sur la rémunération, plutôt que de l'offrir uniquement en raison d'une réglementation, améliore la perception des investisseurs quant à l'équité des procédures de fixation de la rémunération, ce qui entraîne une plus grande confiance des investisseurs dans les conseils d'administration et accroît leur volonté d'investir. La mise en perspective des conclusions de Bowlin et al. (2020) avec cette étude permet de penser que le particularisme canadien satisfait de nombreux actionnaires en adoptant un système plus flexible qu'un mécanisme légal et contraignant s'appliquant de la même manière à toutes les entreprises. Il serait alors intéressant de proposer une étude sous forme de questionnaires auprès des différentes catégories d'actionnaires des sociétés de la Bourse de Toronto pour affiner ce point de vue.

Récemment l'actualité a encore démontré que les actionnaires ne sont pas tous prêts à pratiquer le SoP:

Power Corporation: Les actionnaires rejettent le vote consultatif sur la rémunération.

« Les actionnaires de Power Corporation ont rejeté, hier, une proposition de vote consultatif sur la rémunération des dirigeants lors de l'assemblée générale annuelle de la société, après que la direction de la société s'y est

fermement opposée. La proposition a obtenu la faveur de 23,3% des actionnaires, contre 76,7% qui ont appuyé la recommandation de la direction » (Extrait de La Presse canadienne, 15 mai 2019).

« Dans sa circulaire récemment déposée auprès des autorités réglementaires en vue de son assemblée annuelle du 15 mai, la société Power Corporation établie à Montréal a finalement accepté la proposition du Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires (MÉDAC) visant l'implantation d'un vote consultatif non contraignant sur la rémunération des hauts dirigeants – mais seulement à compter de 2021. L'an dernier, le MÉDAC avait récolté 23,3% d'appuis en faveur de cette initiative adoptée par de plus en plus d'entreprises au pays. » (Extrait de La Presse canadienne, 20 avril 2020).

Pendant longtemps, et contrairement à de nombreux pays, les autorités canadiennes ont fait l'économie d'une réglementation. Selon un nouveau rapport de SHARE (2020), plus de 71% des sociétés de l'indice composite TSX ont désormais adopté le vote consultatif et 52 des sociétés de l'indice TSX60 ont adopté cette pratique. Très récemment, un amendement à la Loi canadienne sur les sociétés par actions (LCSA) propose dans le nouveau projet de loi d'exécution du budget du gouvernement fédéral exigerait que les sociétés constituées en vertu de la LCSA fournissent un vote annuel de "Say on Pay". Finalement, cette étude ajoute à la compréhension des intérêts des différents acteurs financiers. Cette compréhension est utile à la construction et à l'acceptation de ce nouvel outil de gouvernance par l'ensemble de l'écosystème financier. ■

RÉFÉRENCES

- Alissa, W. (2015), Boards' response to shareholders' dissatisfaction: The case of shareholders Say on pay in the UK, *European Accounting Review*, 24(4), 727–752.
- Allemand, I., Bédard, J. et Brullebaut, B. (2016), Efficacité des lois contraignantes et des lois souples pour promouvoir la diversité de genre dans les conseils d'administration : une comparaison France/ Canada, *Finance Contrôle Stratégie*, 19(4).
- Apostolidis, T. (2003), Représentations sociales et triangulation : enjeux théorico-méthodologiques, *Méthodes d'étude des représentations sociales*, 13–35.
- Armstrong, C. S., Gow, I. D. et Larcker, D. F. (2013), The efficacy of shareholder voting: Evidence from equity compensation plans, *Journal of Accounting Research*, 51(5), 509–550.
- Bainbridge, S. M. (2015), Preserving director primacy by managing shareholder interventions, *Research Handbook on Shareholder Power*, Edited by Hill J. G. and Thomas R. S.
- Balsam, S., Boone, J., Liu, H. et Yin, J. (2016), The impact of say-on-pay on executive compensation, *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(2), 162–191.
- Bates K. et Hennessey D. (2010), Tilting at windmills or contested norms? Dissident proxy initiatives in Canada, *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 360–375.
- Bebchuk, L. A. et Fried, J. M. (2005), Pay without performance: Overview of the issues. *Journal of Applied Corporate Governance*, 17(4): 8–23.
- Bebchuk, L. A. et Hamdani, A. (2017), Independent directors and controlling shareholders, *University of Pennsylvania Law Review*, 165(6), 1271–1375.
- Belcredi, M., Bozzi, S., Ciavarella, V. et Novembre, V. (2014), Say-on-Pay in a context of concentrate ownership – Evidence from Italy – Commissione Nazionale par le Società e la Borsa, Working Paper n°36.
- Berthelot, S. et Coulmont (2018), Does shareholder democracy really represent the voice of shareholders? *Revue Française de Gouvernance d'Entreprise*, 20, 57–78.
- Bowlin K.O., Christ M.H., Griffin J.B. (2020), Say-on-pay and the differential effects of voluntary versus mandatory regimes on investor perceptions and behavior, *Journal of Management Accounting Research*, 32(1), 11–29.
- Brunarski, K. R., Campbell, T. C. et Harman, Y. S. (2015), Evidence on the outcome of Say-on-Pay votes: How managers, directors, shareholders respond, *Journal of Corporate Finance* 30(C), 132–149.
- Burns, N. et Minnick, K. (2013), Does say on pay matter? Evidence from say-on-pay proposals in the United States, *Financial Review*, 48(2), 233–258.
- Ertimur, Y., Ferri, F. et Muslu, V. (2011), Shareholder Activism and CEO Pay, *Review of Financial Studies*, 24(2), 535–592.
- Fama, E. (1980), Agency problems and the theory of the firm, *The Journal of Political Economy*, 88, 288–307.
- Fama, E. et Jensen, M. (1983), Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* 88(2), 301–325.
- Ferri F. (2012), Low-Cost Shareholder Activism: A Review of the Evidence, dans *Research handbook on the economics of corporate law*, Edward Elgar Publishing.
- Ferri, F. et Göx, R. F. (2018), Executive Compensation, Corporate Governance, and Say on Pay. *Foundations and Trends in Accounting*, 12(1), 1–103.
- Gantchev N. et Giannetti M. (2020), The Costs and Benefits of Shareholder Democracy: Gadflies and Low-Cost Activism, *Review of Financial Studies*, forthcoming.
- Gregory-Smith, I., Thompson, S. et Wright, P. W. (2013), CEO pay and voting dissent before and after the crisis, *The Economic Journal*, 124(F), 22 F39.
- Grosse, M., Kean, S. et Scott, T. (2015), Shareholder say on pay and CEO compensation: three strikes and the board is out, *Accounting & Finance*, 57(3), 701–725.
- Hooghiemstra, R., Kuang, Y.F. et Qin, B. (2015), Say-on-pay votes: The role of the media. *European Accounting Review*, 24(4), 753–778.
- Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques (2010), *Le vote consultatif sur la rémunération des dirigeants. Un pas en*

- avant vers une meilleure gouvernance ? Prise de position n°5 de l'IGOPP, Rapport de la prise de position.
- Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques (2017), La rémunération des dirigeants : trancher le nœud gordien. Prise de position n°9 de l'IGOPP, Rapport de la prise de position.
- Jeanjean T., Marmousez S. (2019), Que savons-nous sur les réseaux du conseil d'administration ?, *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 25(2), 123–167.
- Kent, P., Kercher, K. et Routledge, J. (2018), Remuneration committees, shareholder dissent on CEO pay and the CEO pay–performance link, *Accounting & Finance*, 58(2), 445–475.
- King, M. R., et Santor, E. (2007), Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms, document de travail n°2007-40, Banque du Canada.
- Larcker, D., Mc Call, A. et Ormazabal, G. (2015), Outsourcing shareholder voting to proxy advisory firms, *Journal of Law and Economics*, 58(1), 173–204.
- Lieder, J. et Fisher, P. (2011), The Say-on-Pay movement – Evidence from a comparative perspective. *European Company and Financial Review*, 8(3), 376–421.
- Lozano-Reina G. et Sánchez-Marín G. (2020), Say on pay and executive compensation: A systematic review and suggestions for developing the field, *Human Resource Management Review*, 30(2), 100683.
- Magnan, M. et Saint-Onge, S. (2014), La rémunération des membres de conseils d'administration : tendances, croyances et défis, *Revue française de gouvernance d'entreprise*, 13, 5–35.
- Mangen, C et Magnan, M. (2012), “Say on Pay”, A wolf in sheep's clothing? *Academy of Management Perspectives*, 26(2), 86–104.
- Marinilka, B. K. et Danielle, X. (2016), Shareholders have a say in executive compensation: Evidence from say-on-pay in the United States, *Journal of Accounting and Public Policy* 351, 19–42.
- Mason, S. A., Medinets, A. F., Palmon, D. (2016), Say-on-pay: Is anybody listening? *Multinational Finance Journal*, 20(4), 273–322.
- Miles, M.B., Huberman, A.M. et Saldana, J. (2014), *Qualitative data analysis*, Sage.
- Obermann J. (2020), Let's talk about money! Assessing the link between firm performance and voluntary Say-on-Pay votes, *Journal of Business Economics*, 90(1), 109–135.
- Obermann, J. et Velte, P. (2018), Determinants and consequences of executive compensation-related shareholder activism and say-on-pay votes: A literature review and research agenda. *Journal of Accounting Literature*, 40, 116–151.
- Rehbein, K., Logsdon, J.M. et Van Buren, H.J. (2013), Corporate responses to shareholder activists: Considering the dialogue alternative, *Journal of Business Ethics*, 112(1), 137–154.
- Renneboog, L. et Szilagyi, P.G. (2011), The role of shareholder proposals in corporate governance. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 167–188.
- Saint-Onge, S. et Serret V. (2018), La pensée groupale au sein des conseils d'administration : proposition d'un modèle, *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 21(2).
- Sauerwald, S., van Oosterhout, J. (Hans), Van Essen, M. et Peng, M.W. (2018), Proxy Advisors and Shareholder Dissent: A Cross-Country Comparative Study. *Journal of Management* 44(8), 3364–3394.
- Serret, V. et Berthelot, V. (2011), Naissance de l'activisme actionnarial au Canada : un portrait de l'évolution des projets de résolution de 2000 à 2009, *Revue française de gouvernance d'entreprise* 10, 67–92.
- Serret, V., Berthelot, S. et Coulmont, M. (2016). Les facteurs déterminants de la mise en place du Say on Pay au Canada. *Finance Contrôle Stratégie*, 19(2).
- Stathopoulos, K. et Voulgaris, G. (2016), The importance of shareholder activism: The case of Say-on-Pay, *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 359–370.
- Thomas, R. S. et Van der Elst, C. (2015), Say on pay around the world, *Washington University Law Review*, 92(3), 259–274.
- Thomas, R. S., Palmiter, A. R. et Cotter, J. F. (2012), Dodd-Frank's Say-on-Pay: Will it lead to a greater role for shareholders in corporate governance, *Cornell Law Review*, 97(5), 1213–1266.
- Trottier, K. (2012), What does the market say about Say on Pay? A look at the Canadian bank experience, *Journal of Governance and Regulation*, 1, 142–155.

Van der Elst, C. et Lafarre, A. (2017), Shareholder voice on executive pay: A decade of Dutch Say on Pay, European Business Organization Law Review, 18(1), 51–83.

Yang, J., Zengxiang Wang, E. et An, Y. (2012), Canadian exceptionalism: shareholder proposals, filer identities, and voting outcomes, Managerial Finance, 38(5), 456–484.

ANNEXE N°1 : LISTE DES QUARANTE-QUATRE ENTREPRISES

Agrium Inc.	Encana Corporation
Air Canada	Gennum Corporation
Alarmforce industries inc.	Glacier Media Inc
Algonquin Power & utilities Corp	Jean Coutu Group
Alimentation Couche-Tard Inc. (4 résolutions)	Kinross gold corporation
Argonaut Gold Inc.	Major Drilling group international Inc.
Ballard Power Systems inc	Manulife Financial Corp. (2 résolutions)
Banque Canadienne Impériale de Commerce (3 résolutions)	Methanex
Banque de Montréal	Metro Inc.
Banque Laurentienne du Canada (2 résolutions)	Potash Corporation of Saskatchewan
Banque Nationale du Canada (2 résolutions)	Power Corporation of Canada (5 résolutions)
Banque Royale du Canada (2 résolutions)	Québecor Inc. (5 résolutions)
Banque Scotia	Research in Motion ltd
Banque TD (3 résolutions)	Russell Metals inc.
Barrick Gold Corp.	Saputo Inc. (2 résolutions)
BCE Inc. (2 résolutions)	Sherritt International Corporation
Biovail Corporation	Shopper Drug Mart
Bombardier Inc. (2 résolutions)	Stantec Inc.
Canadian Pacific Railway	Suncor Energy inc.
CGI Group inc (3 résolutions)	TMX Group inc.
Cooper Mountain Mining Corporation	Transalta Corporation
Enbridge inc	Transat AT

ANNEXE N°2: DESCRIPTION DES TROIS PRINCIPAUX ACTIVISTES AYANT DÉPOSÉ DES RÉSOLUTIONS

Le MEDAC (Extrait du site du Médac)

Le Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires (le MÉDAC, anciennement l'APÉIQ) a été fondé le 7 décembre 1995 par Yves Michaud dans le souci d'offrir aux petits actionnaires tout à la fois une possibilité de se faire entendre et un espace d'échange, d'information et de défense de leur cause. Le MÉDAC apparut à un moment où le monde de la finance était marqué par de frénétiques et insatiables appétits. Des dérives boursières ont durement affecté des milliers de petits actionnaires qui sont restés impuissants et isolés. Dans ce contexte, le MÉDAC a vite assumé une fonction d'alerte, de prévention et d'information en direction de ses membres et plus largement encore du grand public aussi désorienté qu'indigné par la cascade de scandales qui a éclaté.

Extrait du site de Meritas – Fonds d'investissement canadien de petite taille (moins de 10 employés)

Meritas se consacre **uniquement** à la création et à la commercialisation **d'investissements socialement responsables**. Il le fait pour les particuliers sous la marque Meritas Mutual Funds et dispose également d'une division institutionnelle pour les sociétés, les dotations, les fondations, les régimes de retraite et autres grands investisseurs. Engagé à l'égard des trois aspects de l'investissement socialement responsable, Meritas utilise des directives de filtrage positives et négatives, **l'activisme des actionnaires** et le développement communautaire pour aider les investisseurs à aligner leur portefeuille sur leurs préoccupations sociales, éthiques, de gouvernance et environnementales.

Extrait du site de Montrusco Bolton – fonds d'investissement canadien

Montrusco Bolton est spécialisé dans le déploiement de solutions de placements personnalisés, et de stratégies de gestion de portefeuille efficaces, dans le respect des **normes de gouvernance** d'entreprise les plus rigoureuses.

- Enregistrée au **Canada** depuis 1946 (gestionnaire de portefeuille, gestionnaire de fonds d'investissement et courtier sur le marché exempté) et aux États-Unis depuis 2010.
- Membre de:
 - L'Association des gestionnaires de portefeuille du Canada, depuis 2011.
 - L'Institut des fonds d'investissement du Canada, depuis 2000.
 - La *National Regulatory Services* (NRS, enregistrement aux États-Unis), depuis 2010.
- Signataire des **Principes pour l'investissement responsable des Nations Unies** (PRI), depuis 2011.

ANNEXE N°3 : ARGUMENTS MIS EN AVANT PAR LE CONSEIL D'ADMINISTRATION

Liste des vingt-trois énoncés recensés	Fréquence
La rémunération est une prérogative qui relève de la responsabilité des administrateurs.	81,39 %
Le comité de rémunération est compétent et informé.	79,06 %
Le comité de rémunération a eu recours à un consultant.	69,76 %
Le conseil d'administration invite les actionnaires à soumettre des commentaires.	46,51 %
Les conditions de rémunération sont appropriées à la situation de l'entreprise.	46,51 %
Le vote consultatif a un contenu informationnel limité.	39,53 %
Le SoP est une menace à l'embûche des meilleurs candidats.	39,53 %
Le dialogue est présent avec les actionnaires.	32,53 %
La proposition a été rejetée les années précédentes.	27,90 %
Il existe une controverse concernant les effets positifs du SoP.	25,58 %
Les actionnaires ont la possibilité d'exprimer un désaccord par d'autres moyens.	18,60 %
Les administrateurs ont une obligation de loyauté vis-à-vis des actionnaires.	18,60 %
L'élection des administrateurs est l'opportunité de s'exprimer.	11,62 %
La mise en place du SoP est de nature à déresponsabiliser les actionnaires.	11,62 %
Le vote est anonyme.	9,30 %
Les actionnaires ont une vision de court terme contrairement aux administrateurs.	9,30 %
Le SoP est peu fréquent pour des entreprises de petite taille.	6,97 %
Mise en cause des conflits d'intérêts des agences de conseil de vote.	6,97 %
Le SoP n'encourage pas le dialogue.	6,97 %
Le SoP est coûteux à mettre en place.	6,97 %
La mise en place du SoP serait une illusion de participation des actionnaires minoritaires.	4,65 %
Les actionnaires ont la possibilité de s'exprimer sur certains éléments de la rémunération.	4,65 %
Une enquête en ligne est une meilleure solution apportée au SoP.	2,32 %

INFLUENCE DES MAISONS-MÈRES ET ÉVOLUTION DE LA GOUVERNANCE DANS UN CONTEXTE DE FUSION : QUELQUES ENSEIGNEMENTS TIRÉS D'UN CAS

Anne-Sophie Thelisson

Enseignant-chercheur, docteur en sciences de gestion,
ESDES – Université Catholique de Lyon, UR Confluence,
Sciences et Humanités – UCLy – ESDES,
asthelisson@univ-catholyon.fr

RÉSUMÉ :

Lors de fusion-acquisitions, les sociétés mères influent sur la phase de négociation et d'intégration en imposant des attentes en terme de performance. À l'aide d'une étude longitudinale d'une fusion entre deux sociétés françaises cotées en temps réel sur 24 mois, nous analysons l'influence d'une maison mère (un groupe public) lors d'un processus de fusion. Notre recherche souligne l'influence du groupe public sur l'évolution de la gouvernance interne de la nouvelle entité lors de l'intégration. Notre étude démontre comment la société mère a joué un rôle central dans la prise de décisions stratégiques et favorise certaines orientations stratégiques au cours du processus d'intégration. En ligne avec la théorie de l'agence, notre étude souligne la séparation entre la fonction de gestion et de contrôle des décisions en vue de les confier à des acteurs distincts pour protéger les intérêts des actionnaires.