

Version française du 'executive summary' tiré de l'Etude Kay, intitulée « The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making », parue en juillet 2012.

Intégralité de l'Etude disponible en ligne en anglais: <http://bit.ly/TmOSqt>

- i. En juin 2011, le Secrétaire d'État aux Affaires économiques, à l'Innovation et aux Compétences m'a chargé d'étudier l'activité sur les marchés d'actions britanniques et son impact sur la performance à long terme et la gouvernance des sociétés cotées au Royaume-Uni. L'objet premier de l'Étude est d'analyser dans quelle mesure les marchés d'actions parviennent à répondre à leurs finalités principales : améliorer la performance des entreprises britanniques et permettre aux épargnants de tirer profit de l'activité de ces entreprises grâce aux rendements générés par la prise de participation directe et indirecte dans ces entreprises. De plus amples informations sur le contexte de l'Étude, notamment le mandat de l'Étude et le Rapport intérimaire, sont disponibles à l'adresse www.bis.gov.uk/kayreview.
- ii. Ce rapport final présente les résultats de l'Étude. Notre conclusion générale est que le court termisme des marchés d'actions britanniques constitue un problème, lequel trouve principalement son origine dans l'érosion de la confiance et l'inadéquation des incitations tout au long de la chaîne des investissements en actions. La confiance et les incitations sont les deux thèmes centraux de ce rapport. Nous exposons des principes conçus pour ancrer les marchés d'actions britanniques dans une perspective de long terme et nous indiquons quelles orientations la politique de la réglementation et les pratiques sur le marché devraient prendre. Ces déclarations à haut niveau s'accompagnent de recommandations particulières qui livrent les premières étapes à suivre pour que les marchés d'actions fonctionnent à nouveau de façon satisfaisante pour leurs utilisateurs.
- iii. Étant donné la nature systémique des problèmes identifiés par l'Étude, nos principes et recommandations ne portent pas seulement sur les mesures que le gouvernement devrait prendre, mais concernent aussi les autorités de réglementation et les principaux acteurs de la chaîne d'investissement. Aucune réforme ne peut constituer à elle seule la solution. Par contre, si elles sont mises en œuvre conjointement, nos recommandations devraient permettre d'apporter aux marchés d'actions les améliorations nécessaires pour favoriser la création de valeur pérenne par les entreprises britanniques.
- iv. Nos propositions visent à :
 - o Rétablir des relations de confiance au sein de la chaîne d'investissement, fondées sur l'application de normes fiduciaires de prudence par tous ceux qui gèrent les investissements d'un tiers ou conseillent sur investissements.
 - o Mettre l'accent sur la fonction centrale qu'occupent les relations de confiance en matière d'intermédiation financière et réduire le rôle actuel de la culture du trading et des transactions.

- Formuler des Déclarations à haut niveau de bonnes pratiques à l'intention des principaux acteurs de la chaîne d'investissement – détenteurs d'actifs, gérants d'actifs et administrateurs de sociétés.
- Supprimer l'effet dissuasif que l'éclatement de l'actionnariat produit sur l'implication des gérants d'actifs dans les sociétés détenues en portefeuille et les obstacles réglementaires réels ou supposés qui inhibent l'engagement collectif, en créant un forum des investisseurs qui réunit les investisseurs institutionnels des sociétés britanniques.
- Améliorer la qualité de l'engagement des investisseurs aux côtés des sociétés, en mettant l'accent sur le concept existant de bonne gestion et en l'élargissant.
- Donner des raisons supplémentaires de prendre cet engagement en encourageant les gérants d'actifs à détenir des portefeuilles plus concentrés, appréciés sur la base de la performance absolue à long terme.
- Faire évoluer la doctrine et les pratiques en matière de réglementation de manière à ce qu'elles favorisent les structures de marché qui créent des incitations appropriées, au lieu de vouloir lutter contre les incitations inappropriées en élaborant des règles de conduite détaillées.
- S'attaquer au problème de l'inadéquation des incitations dans les domaines suivants : pratiques de rémunération des dirigeants de société et des gérants d'actifs, communication des informations relatives au coût des investissements et pratiques en matière de prêts d'actions.
- Réduire les pressions incitant à la prise de décisions à court terme que créent la fréquence excessive des rapports sur les résultats financiers et la performance des placements (y compris des rapports trimestriels des sociétés) et le recours excessif à des indicateurs et modèles particuliers pour mesurer la performance, évaluer les risques et valoriser les actifs.

Les origines de la vision à court terme – l'érosion de la confiance et l'inadéquation des incitations.

- v. Les chapitres 1 à 5 de ce rapport présentent notre évaluation des principaux problèmes rencontrés sur les marchés d'actions.
- vi. Une vision à court terme de la conduite des affaires peut se caractériser par une tendance à sous-investir, que ce soit dans les actifs physiques ou dans les actifs incorporels comme le développement des produits, les compétences des salariés et la réputation auprès des clients, et par une hyperactivité des dirigeants dont la stratégie d'entreprise privilégie les restructurations, les réorganisations financières ou les fusions et acquisitions au détriment du développement des capacités opérationnelles fondamentales de l'entreprise.
- vii. Il existe une grande variété d'exemples de sociétés qui ont pris de mauvaises décisions à long terme, et nous pensons que les marchés d'actions ont évolué d'une manière qui contribue à ces erreurs de jugement managérial. Nous concluons que c'est la qualité – et non l'ampleur – de l'engagement des actionnaires qui

détermine si l'influence des marchés d'actions sur les décisions d'une entreprise est bénéfique ou néfaste aux intérêts à long terme de cette entreprise. Nous concluons aussi que les marchés d'actions encouragent actuellement un mode d'engagement qui privilégie le droit de retrait (la vente d'actions) par rapport au droit d'expression (échange de vues avec la société), remplaçant ainsi l'investisseur qui s'implique par le trader anonyme.

- viii. Les marchés d'actions britanniques ne constituent plus pour les entreprises britanniques une importante source de financement de leurs nouveaux investissements. La plupart des sociétés britanniques cotées en bourse tirent suffisamment de liquidités de leurs opérations courantes pour financer leurs propres projets. Le nombre relativement faible d'entreprises britanniques qui accèdent au marché primaire y ont souvent recours pour obtenir des liquidités pendant leur phase de démarrage et non pour financer de nouveaux investissements. Nous concluons qu'en matière d'allocation des capitaux les marchés d'actions jouent principalement plus un rôle de surveillance de la répartition des capitaux au sein des entreprises qu'un rôle de répartition des capitaux entre les entreprises. Favoriser une bonne gouvernance et une bonne gestion est donc une fonction essentielle, et non accessoire, des marchés d'actions britanniques.
- ix. Nous avons retracé l'évolution de la structure de l'actionnariat des valeurs britanniques. On constate un plus grand éclatement, attribuable à une diminution de la part des grandes compagnies d'assurance britanniques et des fonds de pension britanniques et à la mondialisation des marchés financiers qui a fait s'accroître la part de l'actionnariat étranger. Du fait de cet éclatement, chaque actionnaire est moins incité à s'engager et jouit d'un moindre degré de contrôle.
- x. Parallèlement, il y a eu une explosion des activités d'intermédiation dans le domaine des investissements en actions, provoquée par la volonté de faire preuve de davantage de professionnalisme et d'efficacité et par une diminution de la confiance au sein de la chaîne d'investissement. Ce développement de l'intermédiation s'est traduit par une augmentation des coûts pour les investisseurs, un risque accru d'inadéquation des incitations et une tendance à apprécier l'efficacité des marchés à travers les yeux des intermédiaires et non ceux des sociétés ou des investisseurs finaux.
- xi. Les mauvaises stratégies et les mauvaises décisions trouvent souvent leur origine dans de mauvaises idées. Les commentateurs des marchés placent à notre avis une foi exagérée dans l'hypothèse de l'efficacité des marchés, car la théorie est un piètre socle sur lequel fonder une réglementation ou un investissement. Dans le domaine de la réglementation, l'école de pensée qui est influencée par l'hypothèse de l'efficacité des marchés a trop considéré que la communication d'informations était le moyen de répondre aux différences de connaissances et d'incitations qui existent au sein de la chaîne des investissements en actions. Cette approche a conduit à la communication d'un nombre considérable de données, dont la plupart ne présentent guère d'intérêt pour les utilisateurs. Cette abondance de données risque d'amener les investisseurs à prendre des décisions à court terme préjudiciables, d'autant plus qu'il existe des biais cognitifs bien documentés comme l'excès d'optimisme, l'aversion pour les pertes et l'ancrage.

- xii. Les gérants d'actifs – intermédiaires spécialistes des placements – sont devenus les acteurs prépondérants de la chaîne d'investissement, car l'actionnariat des personnes physiques a diminué et les fonds de pension et les assureurs ont cédé aux incitations (dont l'évolution démographique et la réglementation) à réduire leurs investissements en actions. Les gérants d'actifs jouent généralement un rôle majeur en exerçant les attributs de l'actionnariat les plus pertinents pour peser sur le processus décisionnel d'une entreprise : le droit de voter et le droit d'acheter ou de vendre une action donnée.
- xiii. Nous mettons l'accent sur la distinction importante, quoique non clairement établie, à opérer entre les gérants d'actifs qui « investissent » en se fondant sur leur connaissance de la valeur fondamentale de l'entreprise et ceux qui « négocient » au gré de leurs anticipations des fluctuations probables à court terme du cours de l'action. Si un certain volume de transactions est nécessaire pour assurer aux investisseurs une certaine liquidité du marché, le volume actuel des transactions excède celui nécessaire pour aider les marchés d'actions à remplir leurs principaux objectifs.
- xiv. La nomination et le suivi des gérants d'actifs pratiquant une gestion active sont trop souvent fondés sur la performance relative à court terme. Plus la performance du gérant d'actifs est évaluée sur une courte période, et plus les cours de bourse sont lents à réagir à une modification de la valeur fondamentale des titres d'une entreprise, plus le gérant d'actifs est incité à se préoccuper davantage du comportement des autres intervenants du marché que de la valeur intrinsèque de l'entreprise.
- xv. Or la concurrence entre les gérants d'actifs est nécessairement un jeu à somme nulle lorsqu'ils sont jugés à l'aune de la performance relative. L'industrie de la gestion d'actifs ne peut profiter à l'ensemble de ses clients – aux épargnants – que dans la mesure où ses activités améliorent la performance des sociétés détenues en portefeuille. Ce conflit entre, d'une part, les impératifs du modèle économique des gérants d'actifs, et, d'autre part, les intérêts des sociétés britanniques et de ceux qui investissent dans ces sociétés est au cœur de notre analyse du problème posé par une vision à court terme.
- xvi. La politique de la réglementation a fait peu de cas des questions de la structure des marchés et de la nature et de l'efficacité de la concurrence, préférant établir des règles de conduite des marchés détaillées et souvent prescriptives, pour un coût substantiel et un succès limité. La réglementation devrait être centrée sur l'instauration de structures de marché qui créent des incitations appropriées au lieu de vouloir en vain contrôler les comportements adoptés en réaction à des incitations commerciales inappropriées. Nous appelons de nos vœux une réglementation moins intrusive et plus efficace, fruit de l'importance nouvelle accordée aux incitations que les acteurs du marché rencontrent, et l'instauration de relations de confiance qui peuvent donner aux épargnants et aux sociétés l'assurance que la chaîne des investissements en actions répond à leurs besoins et sert leurs intérêts.
- xvii. Les chapitres 6 à 12 du présent rapport décrivent les réformes nécessaires selon nous pour que les marchés d'actions contribuent positivement à la performance à long terme des entreprises. Les principes clés et les recommandations spécifiques que nous proposons sont exposés ci-dessous.

Principes définis par l'Étude Kay

1. Tous les participants de la chaîne des investissements en actions devraient appliquer les principes de bonne gestion, fondés sur le respect de ceux dont les fonds sont investis ou gérés et la confiance dans ceux par qui les fonds sont investis ou gérés.
2. Les relations fondées sur la confiance et le respect sont dans tous les cas un moyen plus efficace que les activités de trading entre agents anonymes d'aider les entreprises à parvenir à un haut niveau de performance et d'assurer de bons rendements à l'ensemble des épargnants.
3. Les gérants d'actifs peuvent davantage contribuer à la performance des entreprises britanniques (et, par conséquent, au rendement global servi à leurs épargnants) en s'engageant davantage aux côtés des entreprises dans lesquelles ils investissent.
4. Les administrateurs d'une entreprise ont la gérance de ses biens et activités. Leur devoir est de servir leur entreprise, et non son cours de bourse, aussi les entreprises devraient-elles développer leurs relations avec les investisseurs plutôt qu'avec « le marché ».
5. Tous les participants de la chaîne des investissements en actions devraient respecter les normes fiduciaires dans le cadre de leurs relations avec leurs clients. Les normes fiduciaires imposent de faire passer les intérêts du client en premier, d'éviter les conflits d'intérêts, d'assurer les prestations de services à un coût direct et un coût indirect raisonnables et de communiquer ces coûts. Elles ne doivent pas imposer, ni même permettre, à l'agent de s'écarter des normes de comportement décent qui prévalent généralement. Les dispositions contractuelles ne doivent pas prétendre déroger à ces normes.
6. À chaque étape de la chaîne des investissements en actions, les rapports sur la performance doivent être clairs, pertinents, fournis en temps utile et liés étroitement aux besoins des utilisateurs et viser à la création de valeur à long terme au sein des entreprises dans lesquelles les fonds des épargnants sont investis.
7. Les outils de mesure et les modèles utilisés dans la chaîne des investissements en actions doivent fournir des informations directement exploitables pour créer de la valeur à long terme au sein des entreprises et pour générer pour les épargnants de bons rendements à long terme compte tenu des risques.
8. Au sein de la chaîne des investissements en actions, le risque est que les entreprises ne répondent pas aux attentes raisonnables de leurs actionnaires ou que les placements ne répondent pas aux attentes raisonnables des épargnants. Le risque ne réside pas dans la volatilité à court terme des rendements, ou la déviation par rapport un indice de référence (« tracking-error »), et il convient de décourager l'utilisation d'indicateurs et de modèles reposant sur de telles mesures.

9. Les incitations fournies par le marché devraient permettre aux entreprises, épargnants et intermédiaires d'adopter en matière de placements des approches qui génèrent des rendements à long terme, et les encourager à le faire, en soutenant et en remettant en question les décisions prises par les entreprises afin de créer de la valeur sur le long terme.
10. Le cadre réglementaire devrait permettre aux entreprises, aux épargnants et aux intermédiaires d'adopter ces approches et les y encourager.

Recommandations de l'Étude Kay

1. Le Code de bonne gestion devrait être étendu de manière à intégrer une forme élargie de bonne gestion, axée sur les questions de stratégie, mais aussi sur celles de gouvernance d'entreprise.
2. Les administrateurs de sociétés, les gérants d'actifs et les détenteurs d'actifs devraient adopter des déclarations de bonnes pratiques qui encouragent à pratiquer une bonne gestion et à prendre les décisions dans une perspective de long terme. Les autorités de réglementation et les groupes industriels devraient prendre des mesures pour mettre les normes, directives et codes de pratiques existants en conformité avec les déclarations de bonnes pratiques préconisées par la présente Étude.
3. Il conviendrait de créer un forum des investisseurs pour faciliter l'engagement collectif des investisseurs dans les entreprises britanniques.
4. L'ampleur et l'efficacité des activités de fusion dont les entreprises sont la cible ou les initiatrices devraient faire l'objet d'un examen attentif de la part du BIS et des entreprises elles-mêmes.
5. Les entreprises devraient consulter leurs principaux investisseurs à long terme au sujet de la nomination des principaux membres du conseil d'administration.
6. Les entreprises devraient s'employer à se désengager du processus consistant à gérer les anticipations de bénéfices et les communiqués dans une optique de court terme.
7. Les autorités de réglementation de l'UE et au niveau national devraient soumettre à des normes fiduciaires toutes les relations au sein de la chaîne d'investissement qui impliquent un pouvoir discrétionnaire sur les investissements d'un tiers ou la formulation de conseils sur les décisions d'investissement. Ces obligations doivent être imposées quelle que soit la catégorie dans laquelle le client est classé, et il doit être impossible d'y déroger contractuellement.
8. Les gérants d'actifs doivent communiquer l'intégralité des coûts, y compris les coûts de transaction effectifs ou estimés, et des commissions de performance facturées au fonds.
9. Il conviendrait de demander à la Law Commission d'examiner le concept juridique de « devoir fiduciaire » tel qu'appliqué aux investissements afin de dissiper les incertitudes et les malentendus de la part des trustees et de leurs conseillers.

10. Tout revenu tiré d'un prêt d'actions doit être communiqué et versé aux investisseurs.
11. Les obligations en matière de communication d'informations (rapports trimestriels) devraient être supprimées.
12. Les comptes-rendus narratifs synthétiques et de grande qualité sont à encourager fortement.
13. Le gouvernement et les autorités de réglementation compétentes devraient commanditer une étude indépendante sur les outils de mesure et les modèles employés dans la chaîne d'investissement afin de mettre en évidence l'usage qui en est fait et leurs limites.
14. Les autorités de réglementation devraient s'abstenir de préconiser explicitement ou implicitement un modèle spécifique de valorisation ou d'évaluation des risques et devraient encourager à faire preuve d'un jugement éclairé.
15. Les entreprises devraient structurer la rémunération des administrateurs de manière à lier les incitations à la pérennité des résultats de l'entreprise. Les incitations à inscrire la performance dans le long terme ne doivent être mises en place que sous la forme d'actions de l'entreprise devant être détenues, au moins jusqu'à ce que le dirigeant quitte l'entreprise.
16. Les sociétés de gestion d'actifs devraient de même structurer la rémunération des gérants d'actifs de manière à aligner les intérêts de ceux-ci sur les intérêts et les horizons temporels de leurs clients. La rémunération ne doit donc pas être liée à la performance à court terme du fonds d'investissement ou de la société de gestion d'actifs. Au contraire, l'incitation à obtenir des résultats à long terme doit être mise en place sous la forme d'une participation dans le fonds (directe ou via la société) devant être détenue au moins jusqu'à ce que le gérant ne soit plus chargé du fonds en question.
17. Le gouvernement devrait étudier quels sont les moyens présentant le meilleur rapport coût-efficacité pour les investisseurs individuels de détenir les actions directement sur un registre électronique.