

# QUELLE RÉGLEMENTATION POUR LES PROXYS ?

Rédigé le 13/03/2013

**L'absence de réglementation de l'activité des agences de conseil en vote, également appelées « proxys », soulève des inquiétudes tant du côté des investisseurs que des émetteurs. Un grand patron a notamment témoigné de sa crainte de « donner les clés de la rémunération des dirigeants français à l'américain ISS\* », crainte reflétant l'influence présumée des proxys sur le vote des investisseurs. La réglementation de ce secteur est un enjeu suivi par la Commission Européenne, le Trésor Public ou encore l'European Securities and Markets Authority (ESMA). Suite à une consultation lancée en mars 2012 auprès des émetteurs, investisseurs (40 % des répondants) et proxys, cette dernière a produit un rapport dont voici les principales conclusions.**

## Un code pour les proxys...

Suivant les conclusions du rapport de l'ESMA sur les proxys, aucune preuve de dysfonctionnement du marché n'a été identifiée. Les problématiques soulevées feront l'objet d'un code de bonne conduite développé par le secteur concerné. L'ESMA a ainsi fourni dans son rapport les lignes directrices sur lesquelles doit se baser ce code. Elle contrôlera l'effectivité de sa mise en place dans deux ans.

Les raisons qui ont poussé les acteurs énumérés précédemment à envisager l'introduction d'une régulation de ce secteur sont les suivantes :

- un besoin de transparence accrue,
- une meilleure gestion des conflits d'intérêts.<sup>1</sup>

## ... visant à mieux prévenir les conflits d'intérêts

L'activité des agences de conseil en vote est particulièrement sujette aux conflits d'intérêts, dans la mesure où ces prestataires sont susceptibles d'avoir pour clients à la fois des émetteurs et des investisseurs.

Afin de pallier à cet obstacle de bon fonctionnement du processus de vote, il convient dans un premier temps d'accroître la transparence des agences sur ces situations, pour permettre aux investisseurs d'évaluer au mieux la pertinence des recommandations des proxys.

Une autre situation de conflits d'intérêts pourrait être le cas d'une agence de conseil dont la maison-mère se trouve être un émetteur ou un investisseur :

il est primordial que les investisseurs en soient informés afin de s'assurer que les recommandations de l'agence ne sont pas biaisées.

\* Institutional Shareholder Services. More info : [www.issgovernance.com](http://www.issgovernance.com)  
(1) <http://www.lesechos.fr/entreprises-secteurs/finance-marches/actu/0202456954478-les-agences-de-conseil-en-vote-sous-etroite-surveillance-525083.php>

Toutefois, le rapport de l'ESMA indique que le degré d'influence des proxys est difficile à évaluer étant donné la diversité des services auxquels les actionnaires ont recours.

## ... et toute forme d'influence sur les investisseurs

En revanche, l'accent est mis sur le fait que la décision de vote finale repose entre les mains des investisseurs.

Les proxys ne doivent être qu'un outil visant à faciliter le vote pour les actionnaires et ne doivent en aucun cas s'y substituer.

De même, il y est rappelé que les agences de conseil ne doivent pas mener d'engagement pour le compte de leurs clients, mais laisser cette responsabilité aux acteurs à qui ce rôle incombe, à savoir les actionnaires.

## ... tout en favorisant la transparence

Il ressort des réponses de la consultation qu'une plus grande transparence est nécessaire pour expliquer et motiver les recommandations émises par les agences.

Au-delà du point relatif aux conflits d'intérêts susceptibles d'altérer le jugement des agences, une certaine méfiance générale réside quant à la méthodologie utilisée par les proxys pour produire leurs rapports d'analyse. Il serait donc également souhaitable que les agences fournissent, en toute transparence, les sources d'information qui leur ont permis de construire leurs recommandations de vote.

Si l'accent est mis sur la responsabilité des actionnaires en termes d'engagement avec les émetteurs, le rapport souligne également l'importance de l'existence d'un dialogue réel entre proxys et émetteurs afin de clarifier toute zone d'ombre éventuelle. De tels échanges permettraient

ainsi aux agences d'indiquer le plus efficacement possible à leurs clients s'il convient (suivant leur politique de vote), de soutenir ou non les résolutions présentées aux assemblées générales. Enfin, la prise en compte des législations nationales par les proxys dans l'analyse des résolutions devrait être mentionnée explicitement afin de lever le doute de certains acteurs.

## Le principe du « *comply or explain* »

L'étude des réponses de la consultation n'ayant mentionné aucun dysfonctionnement du marché, l'ESMA n'a pas jugé nécessaire d'introduire une législation contraignante visant à mettre en œuvre les principes définis précédemment.

De plus, les différents acteurs ont eu le choix entre 4 options :

- le statu quo,
- le développement de normes par les États membres et/ou par le secteur concerné,
- une réglementation quasi-contraignante,
- une législation contraignante.

L'option retenue par 45 % des répondants a été la mise en place d'un code de conduite au niveau européen, piloté par l'ESMA, mais élaboré par le secteur lui-même.

Les arguments avancés par les répondants pour ne pas soutenir une action plus contraignante au niveau européen ont notamment été les suivants :

- il existe d'autres domaines qu'il serait plus urgent de réglementer, tels que les mécanismes de vote transfrontaliers ;
- ce secteur a besoin de flexibilité et il est plus difficile d'amender des lois que de faire évoluer des normes ;
- les normes suffisent généralement à accroître le niveau de transparence.

Cependant, si le principe « *comply or explain* » est la règle en matière de gouvernance, on peut s'interroger sur l'efficacité réelle du futur code.

Le rapport de l'ESMA indique que le comité de rédaction dudit code devra être majoritairement composé d'agences de conseil en vote, tout en étant également ouvert à d'autres acteurs.

De plus, sa composition et ses statuts devront être transparents, et son président indépendant et compétent en la matière.

Le comité devra informer régulièrement l'ESMA de l'avancement de l'élaboration du code, mais aura seul la responsabilité de le réaliser.

Le code devra intégrer les préoccupations de toutes les parties prenantes. Dès lors, on peut espérer que le code établi réponde aux attentes formulées précédemment et soit rédigé dans les délais prévus.

L'inconvénient principal de la *soft law* réside dans l'incertitude liée au respect du code élaboré et à la réelle justification des acteurs concernés par le code en cas de non respect. En effet, sans mesure contraignante, comment s'assurer de

l'évolution réelle des pratiques ?

L'ESMA prévoit d'effectuer une évaluation de l'évolution des pratiques d'ici deux ans, laissant espérer un changement dans le temps.

“ Il serait souhaitable que les agences fournissent, en toute transparence, les sources d'information leur permettant d'aboutir aux recommandations de vote.

## Une solution nécessaire mais insuffisante ?

L'objectif principal de ce code de conduite est d'aboutir à une meilleure compréhension des émetteurs et des investisseurs quant au rôle des agences de conseil en vote et à l'éclairage qu'il est légitime d'en attendre. Dès lors, il semble que cet objectif devrait être raisonnablement atteint.

En revanche, si l'enjeu sous-jacent à ce code de conduite était de limiter l'influence présumée des proxys, il est regrettable que l'ESMA n'ait pas élargi ses réflexions à l'ensemble des acteurs du processus de vote afin de traiter la problématique de manière globale.

Dans ce dernier cas en effet, il semblerait plus opportun d'homogénéiser les pratiques des investisseurs en tant que tels au niveau européen, et non uniquement celles des agences de conseil. À titre d'exemple, l'obligation pour les investisseurs institutionnels de définir une politique de vote, et de rendre compte de son application via un rapport sur l'exercice de leurs droits de vote, permettrait de les responsabiliser de fait.

Enfin, une autre mesure susceptible de faire évoluer les pratiques serait de repenser le modèle économique de manière à ce que le coût induit par le vote ne soit plus supporté uniquement par les votants. Ce phénomène est l'une des raisons principales qui poussent les investisseurs à ne pas participer aux assemblées générales ou à déléguer l'exercice de leurs droits de vote aux proxys.

En bref, si le rapport de l'ESMA mentionne que la responsabilisation des investisseurs est essentielle au bon fonctionnement du processus de vote, peut-être le véritable enjeu est-il de s'interroger sur la réglementation relative aux autres acteurs de la chaîne de vote.

À titre d'exemple, les dépositaires ne sont actuellement soumis à aucune obligation de reporting, et il n'existe de ce fait aucune transparence pour les investisseurs concernant l'exercice réel de leurs droits de vote.

## AVERTISSEMENT

Ce document est destiné à des clients professionnels. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Natixis Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif.

Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Natixis Asset Management et Mirova Environment and Infrastructure se réservent la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Natixis Asset Management ou de Mirova Environment and Infrastructure. Natixis Asset Management et Mirova Environment and Infrastructure ne sauraient être tenues responsables de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les OPCVM, gérés par Natixis Asset Management, cités dans ce document ont reçu l'agrément de l'Autorité des Marchés Financiers ou sont autorisés à la commercialisation en France ou éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise.

Les OPCVM, gérés par Mirova Environment and Infrastructure, ne sont pas soumis à l'agrément de l'Autorité des Marchés Financiers et peuvent adopter des règles d'investissement dérogatoires décrites dans le règlement.

Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans un OPCVM ; en particulier la souscription des OPCVM gérés par Mirova Environment and Infrastructure, strictement réservée à des investisseurs avertis répondant aux critères définis dans leur règlement.


Les caractéristiques, les frais et le profil de risque et de rendement relatifs à l'investissement dans un OPCVM sont décrits dans le Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (DICI) de ce dernier. Le DICI ou le règlement et les documents périodiques sont disponibles sur demande auprès de Natixis Asset Management ou de Mirova Environment and Infrastructure. Vous devez prendre connaissance du DICI ou du règlement, qui doit vous être remis, préalablement à la souscription.

Dans l'hypothèse où un OPCVM fait l'objet d'un traitement fiscal particulier, il est précisé que ce traitement dépend de la situation individuelle de chaque client et qu'il est susceptible d'être modifié ultérieurement.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Natixis Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

## Mirova. Responsible investing\*

Mirova est une marque de Natixis Asset Management.

 Rendez-vous sur [www.mirova.com](http://www.mirova.com)  
Suivez-nous : @Mirova\_RI

### NATIXIS ASSET MANAGEMENT

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €  
RCS Paris 329 450 738 - Agrément AMF n°90 009  
21 quai d'Austerlitz - 75634 Paris Cedex 13

### MIROVA ENVIRONMENT AND INFRASTRUCTURE

Société par actions simplifiée au capital de 550 000 €  
Agrément AMF n°GP 02 014 - RCS Paris 394 648 216  
21 quai d'Austerlitz - 75013 Paris

L'activité de financement des infrastructures est gérée par Mirova Environment and Infrastructure, filiale de Natixis Asset Management.

UNE EXPERTISE  **NATIXIS**  
GLOBAL ASSET MANAGEMENT

\* Responsible investing : investir responsable.

