

# KAY REVIEW : QUELS ENSEIGNEMENTS ?

Rédigé le 08/11/2012

**L'économiste anglais John Kay<sup>1</sup> a été mandaté en août 2011 afin de mettre en place un conseil consultatif. Son rôle était de produire un rapport complet sur le court-termisme ambiant identifié sur les marchés anglais et le dysfonctionnement des relations d'agence au sein de la chaîne d'investissement.**

**Le constat principal du Kay Review est plutôt alarmant : les acteurs de la chaîne d'investissement ont perdu de vue leur principale mission sur le marché boursier, à savoir garantir les performances des entreprises et générer des revenus pour les épargnants. Les marchés souffrent quant à eux d'un manque de confiance qui empêche les entreprises d'être à la hauteur des attentes de leurs actionnaires et des épargnants.**

## Pourquoi ce rapport ?

Le rapport Kay s'inscrit dans la continuité de la consultation « Une vision long terme pour les entreprises britanniques » menée en octobre 2010 par le Department for Business Innovation & Skills. Cette dernière explorait les problématiques d'une vision économique à trop court terme au Royaume-Uni, ainsi que plusieurs enjeux liés à la gouvernance d'entreprise (dont la question de la rémunération des dirigeants). Les réponses apportées à cette consultation ont surtout mis en évidence **le court-termisme ambiant sur les marchés anglais et le dysfonctionnement des relations d'agence au sein de la chaîne d'investissement.**

**Face à ces deux constats, Vince Cable, Business Secretary, mandate en août 2011 l'économiste anglais John Kay afin de mettre en place un conseil consultatif. Son rôle est de produire un rapport complet sur ces questions afin d'en saisir les spécificités et proposer des pistes de réflexion pertinentes.**

Aux côtés de John Kay, ce conseil consultatif rassemble Sir John Rose, ancien directeur général de Rolls-Royce, James Anderson, associé chez Baillie Gifford et gérant au sein du Scottish Mortgage Investment Trust, et Chris Hitchen, directeur général de la Railways Pension Trustee Company et président du Pensions Quality Mark.

Le comité a par ailleurs mis à profit la contribution d'un groupe d'experts, régulièrement consulté au fil de ses recherches.

De septembre à novembre 2011, le conseil a lancé une consultation (Call for evidence) qui a obtenu plus de 80 réponses et permis de mieux cerner les enjeux clés du rapport. Ses conclusions ont été rendues dans le rapport intermédiaire publié en février 2012.

Publié en juillet 2012, le rapport final reprend les premières conclusions du rapport intermédiaire en les approfondissant.

## Les constats

### → Des marchés déconnectés de l'économie et du financement des entreprises

Le rapport revient d'abord sur l'une des déficiences actuelles du marché boursier anglais.

**Lorsqu'il est efficient, un marché est censé améliorer les performances des entreprises tout en générant des revenus pour les épargnants.**

Comme le souligne le rapport, **cette logique de long terme fonctionne si les profits gagnés par les entreprises les plus performantes sont la seule source de revenus pour les épargnants qui investissent à leur tour sur les titres.**

Or, les marchés boursiers sont aujourd'hui devenus une source mineure de financement pour les investissements d'entreprises. Le principal système d'allocation de capital est réalisé au sein de l'entreprise : la principale source des fonds est le cash flow généré par l'entreprise elle-même et l'utilisation de ces ressources est déterminée par le management de l'entreprise. Le phénomène est relativement récent en Europe puisqu'il s'est développé au cours des trente dernières années, ce qui explique qu'aujourd'hui, les épargnants ne participent plus à l'économie ni au financement des entreprises comme ils le faisaient auparavant.

“ **Lorsqu'il est efficient, un marché est censé améliorer les performances des entreprises tout en générant des revenus pour les épargnants.** ”

(1) John Kay est un économiste britannique, professeur à la London School of Economics, et contributeur régulier aux colonnes économiques du Financial Times. Paru en 2010, son dernier ouvrage s'intitule "Obliquity – Why our goals are best achieved indirectly".

Par ailleurs, **la fragmentation des marchés boursiers et l'utilisation de la dette rendent particulièrement difficile l'engagement direct avec les entreprises.** Promouvoir l'engagement avec les investisseurs institutionnels et favoriser une bonne gouvernance d'entreprise ne sont donc pas des missions secondaires du marché boursier. L'efficacité des marchés modernes dépend entièrement de leur capacité à promouvoir ces buts spécifiques et retrouver ainsi une logique de long terme nécessaire au succès des entreprises, notamment anglaises.

“ La fragmentation des marchés boursiers et l'utilisation de la dette rendent l'engagement direct avec les entreprises particulièrement difficile.

#### → La gestion d'actifs, au cœur du système

**Le rapport traite ensuite largement du rôle contemporain des gestionnaires d'actifs.** Il met en exergue le rôle majeur qu'ils jouent aujourd'hui sur les marchés, à travers leur activité de détention de titres.

Or, la notion de « détention » est complexe et recouvre plusieurs questions essentielles :

- qui détient réellement le titre ?
- au bénéfice de qui les titres sont-ils détenus ?
- qui prend les décisions d'achat ou de vente des actions détenues ?
- qui exerce les droits de vote associés aux titres ?
- et enfin, qui détient l'intérêt économique associé aux titres ?

Ces deux dernières questions renvoient directement à l'exercice de droits fondamentaux des actionnaires que les gestionnaires d'actifs tendent de plus en plus à vouloir assurer désormais.

Dès lors, nous comprenons pourquoi **l'activité des gestionnaires d'actifs doit être très encadrée : les gérants doivent garantir le bon fonctionnement du marché** tel que nous l'avons décrit précédemment.

Comme le rappelle le rapport dans la cinquième partie, **les gestionnaires d'actifs étaient traditionnellement les promoteurs d'une vision long terme, achetant des positions qu'ils détenaient ensuite pour une longue période.** Les *hedge funds*, quant à eux, privilégient une vision de court terme que beaucoup de gérants d'actions ont eu tendance à adopter. Au sein même du secteur de la gestion d'actifs, il faut donc distinguer ceux qui agissent en tant que « traders » et ceux qui sont de « vrais investisseurs ».

Pour le professeur Kay, **les politiques publiques destinées à réguler le marché devraient évaluer l'activité des gestionnaires d'actifs** (et notamment ceux qui jouent le rôle de traders) à l'aune de leur capacité à remplir ce double objectif du marché de :

- favoriser la prise de décisions sur le long terme de la part des entreprises ;
- permettre aux épargnants de réaliser des opérations financières en accord avec leurs objectifs.

#### → Une confiance érodée

**Pour atteindre ces objectifs, il est essentiel qu'une relation de qualité et de confiance soit mise en place entre tous les acteurs de la chaîne d'investissement.**

Le rapport souligne combien la confiance placée dans les intermédiaires financiers s'est érodée au cours des cinq dernières années, non pas en raison d'une perception négative de la part du public, mais plutôt à cause d'une réelle défaillance du système.

La culture du court-termisme a favorisé les transactions à haute fréquence et l'anonymat, ce qui creuse un fossé d'incompréhension entre gestionnaires d'actifs et épargnants.

À cela s'ajoute le fait que l'engagement n'est pas encouragé : cela représente un coût supplémentaire pour les gestionnaires d'actifs par exemple, puisqu'ils doivent consacrer des ressources à ce type de dialogue alors que les bénéfices d'une telle initiative dépassent le périmètre d'actions dont elle s'occupe pour bénéficier à toute l'entreprise.

Ainsi, selon la terminologie d'Albert O. Hirschman<sup>2</sup>, l'ensemble des facteurs susmentionnés tend à encourager la cession de titre plutôt que l'engagement.

“ Au sein même du secteur de la gestion d'actifs, il faut distinguer ceux qui agissent en tant que "traders" et ceux qui sont de "vrais investisseurs".

**La structure et la régulation des marchés sont à l'origine d'un engagement devenu superficiel et de mauvaise qualité, comme le déplorent certains interlocuteurs sollicités pour la réalisation du rapport.**

(2) Albert O. Hirschman, *Exit, Voice, and Loyalty* (1970).

## Les recommandations

Parmi les 17 recommandations<sup>3</sup> formulées dans le rapport, plusieurs nous ont paru particulièrement intéressantes :

→ **Encourager le développement d'une détention responsable des titres qui ne soit plus seulement axée sur la gouvernance d'entreprise**

**L'engagement est une mission essentielle que doivent assumer les gestionnaires d'actifs. Mais en tant que détenteurs de titres, leur responsabilité est plus étendue et ne se limite pas seulement aux questions de gouvernance.**

Le rapport soumet ainsi une première recommandation qui nous paraît intéressante : le Stewardship Code devrait être amélioré dans le sens d'une extension du champ d'activité des détenteurs de titres, de façon à intégrer des sujets stratégiques tels que les compétences fondamentales de l'entreprise (dont l'analyse peut indirectement faciliter la prise de décisions orientées vers le long terme).

“ L'engagement est une mission essentielle que doivent assumer les gestionnaires d'actifs. Mais en tant que détenteurs de titres, leur responsabilité est plus étendue et ne se limite pas seulement aux questions de gouvernance.

Selon le rapport Kay, le code devrait en effet être renforcé par la mise en place d'une forme de « Charte de bonnes pratiques » non contraignante. Administrateurs de sociétés, gestionnaires d'actifs et détenteurs d'actifs pourraient y adhérer de leur propre initiative. Cela permettrait de promouvoir une attitude responsable et inciter les acteurs de la chaîne d'investissement à s'y conformer.

La suite du rapport propose un modèle de principes pour chaque catégorie de profession.

→ **Favoriser les actions collectives**

**Encourager les initiatives collectives serait aussi un moyen de rendre les acteurs de la chaîne de l'investissement plus responsables et plus impliqués dans la détention de leurs titres.**

Or, l'engagement collaboratif est souvent freiné par des obstacles réglementaires. Le rapport encourage ainsi la création d'un forum d'investisseurs entièrement indépendant du gouvernement, tout en recommandant une certaine flexibilité dans la forme et les conditions d'adhésion.

On peut regretter cependant qu'il ne fournisse pas plus de détails concrets.

À travers une telle initiative, le gouvernement britannique montrerait non seulement qu'il autorise cette forme d'actions collectives, et mieux encore, qu'il les encourage.

La structure de ce forum d'investisseurs devrait rester très flexible afin de pouvoir prendre aisément position sur des sujets majeurs pour les investisseurs dans leur ensemble ou pour certaines entreprises en particulier.

→ **Améliorer la communication et la transparence**

**Plusieurs recommandations mettent l'accent sur la nécessité, pour les gestionnaires d'actifs, d'améliorer leur politique de communication et de transparence.**

Parmi les suggestions les plus intéressantes, la onzième mérite d'être étudiée de plus près.

Le rapport revient ici sur une dérive actuelle du marché, à savoir le flux d'informations trop important qui résulte notamment de contraintes réglementaires lourdes.

**En réponse à la demande de plus en plus pressante d'accroître la transparence, une masse d'informations est en effet produite, sans pour autant revêtir un réel intérêt pour une évaluation efficiente des stratégies des entreprises à long terme.** Cette masse d'information aurait même tendance à noyer l'information utile.

Est ainsi cité l'exemple de la fraude d'Enron que les rapports mentionnaient, mais qui était passée inaperçue dans le volume impressionnant de données publiées.

**Il s'agirait donc désormais de se concentrer sur des informations adaptées aux horizons d'investissement des entreprises :** l'évolution de l'industrie du bâtiment ne peut, par exemple, être appréciée qu'au terme d'un cycle économique complet. Il en va de même pour les banques, comme nous l'a montré la récente crise financière.

**Multiplier les rapports trimestriels ou annuels standards quantitatifs n'encourage pas une stratégie de long terme.** Les informations transmises aux gestionnaires d'actifs et aux actionnaires devraient être qualitatives plutôt que statistiques, adopter un format spécifique à chaque entreprise. Les rapports trimestriels obligatoires auraient, quant à eux, vocation à être supprimés.

“ Multiplier les rapports trimestriels ou annuels standards quantitatifs n'encourage pas une stratégie de long terme et ne fournit pas les informations adaptées aux horizons d'investissement des entreprises.

(3) Accessibles via le lien suivant : <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report>.

Par ailleurs, plusieurs recommandations touchent au contenu de ce qui devrait être communiqué.

Concernant les gestionnaires d'actifs, ils devraient communiquer l'ensemble des frais de gestion, y compris ceux associés à une stratégie de cession de titres. Plus de transparence sur la question des prêts de titres est également souhaitée.

La consultation de l'IMA (l'Investment Management Association) rendue publique le 20 septembre 2012, était très attendue sur ce sujet. Elle expose des recommandations en matière de publications qui devraient s'ajouter aux actuelles exigences réglementaires européennes.

Enfin, une piste de réflexion intéressante est proposée à travers la cinquième recommandation qui encourage les entreprises à engager un dialogue consultatif avec leurs principaux actionnaires, notamment sur les questions relatives aux conseils d'administration. Le forum d'actionnaires susmentionné devrait faciliter la naissance de telles initiatives.

**Le rapport ne s'attarde pas sur la question des rémunérations**, abordée dans la onzième partie du rapport, ce que l'on peut regretter. En réalité, le sujet a déjà été largement abordé par le Department for Business Innovation & Skills britannique à travers une consultation sur le renforcement des droits de vote des actionnaires lancée en mars 2012, et qui a permis de définir le cadre de réformes annoncé par Vince Cable le 20 juin 2012.

— 130 — **Toutefois, deux recommandations sont à relever :**

→ La première concerne les entreprises à proprement parler : les mécanismes d'incitation doivent être alignés avec l'idée de performance de l'entreprise sur le long terme. Certes, des plans d'incitation à long terme sont déjà déployés dans ce sens, mais ils prennent généralement fin en même temps que les mandats des exécutifs. Or, la plupart des décisions stratégiques d'une entreprise ont un impact qui va bien au-delà des années de mandat des exécutifs en place.

→ La seconde recommandation s'intéresse de plus près à la question des bonus perçus par les gestionnaires d'actifs. Selon le rapport, ces derniers devraient aligner la rémunération de leurs gérants sur les intérêts et l'échelle de temps de leurs clients, de façon à ne pas associer la rémunération à la performance du fonds ou du gérant d'actifs sur le court terme.

## Qu'attendre de ce rapport ?

Peu d'indications ont été fournies quant aux suites à attendre de ce rapport. Vince Cable a précisé qu'il apporterait des réponses après une lecture approfondie du contenu.

On peut espérer, sous l'égide du Ministère, que ce rapport donnera lieu à une nouvelle législation sur les thèmes qu'il aborde. Bien entendu, **les gestionnaires d'actifs sont encouragés à mettre en œuvre dès maintenant les différentes recommandations présentées**, mais en l'absence d'impulsion franche du gouvernement anglais ou de quelque organisation, les chances de voir la situation évoluer semblent minces.

## Que faut-il en retenir ?

**Le constat principal est donc plutôt alarmant : les acteurs de la chaîne d'investissement ont perdu de vue leur principale mission sur le marché boursier, à savoir garantir les performances des entreprises et générer des revenus pour les épargnants.**

**Les marchés souffrent ainsi d'un manque de confiance qui empêche les entreprises d'être à la hauteur des attentes de leurs actionnaires et des épargnants.**

En réaffirmant la nécessité de responsabiliser les gestionnaires d'actifs, ce rapport nous conforte dans l'idée que l'investissement socialement responsable est une façon de repenser le fonctionnement des marchés selon une stratégie de long terme. Il propose aussi des pistes de réflexions intéressantes pour la gestion d'actifs et laisse apparaître toutes les opportunités s'offrant aujourd'hui à ce métier pour réorienter les marchés vers des perspectives durables.

## 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.

