

Bruxelles, le 9.4.2014
SWD(2014) 126 final

DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION

RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT

accompagnant le document:

Proposition de

**DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL
modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des
actionnaires, et la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la
déclaration sur la gouvernance d'entreprise**

et

**RECOMMANDATION DE LA COMMISSION
sur la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise («appliquer ou
expliquer»)**

{COM(2014) 213 final}

{C(2014) 2165 final}

{SWD(2014) 127 final}

1. INTRODUCTION

Ces dernières années, certaines défaillances en matière de gouvernance d'entreprise dans les sociétés cotées européennes sont apparues au grand jour. Ces défaillances concernent différents acteurs de la gouvernance d'entreprise: les administrateurs, les actionnaires (investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs) et les conseillers en vote («proxy advisors»).

Seuls quelques aspects essentiels de la gouvernance d'entreprise ont été harmonisés au niveau de l'UE, en particulier au moyen de la directive 2007/36/CE concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées. Cette directive prévoit des règles en matière de participation aux assemblées générales. La nécessité d'améliorer le cadre actuel a été soulignée dans le plan d'action de la Commission sur le droit des sociétés et la gouvernance d'entreprise¹. La présente analyse d'impact examine les moyens possibles d'atteindre les objectifs fixés par ce plan d'action.

2. DEFINITION DU PROBLEME

La présente analyse d'impact examine plusieurs problèmes dans le domaine de la gouvernance d'entreprise. L'une des questions essentielles concerne la séparation entre la propriété et le contrôle et donc le rapport principal-agent entre actionnaires et administrateurs. La délégation de la gestion de l'entreprise par les actionnaires («principaux») aux administrateurs («agents») permet potentiellement à ces derniers d'agir davantage dans leur propre intérêt que dans celui des actionnaires, ce qui peut nuire à la bonne gouvernance de l'entreprise et à ses performances. Aujourd'hui, les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs sont une force importante sur les marchés boursiers et l'intermédiation au sein de la chaîne d'investissement (délégation de la gestion quotidienne de l'investissement aux gestionnaires d'actifs) s'est considérablement développée. Cette place accrue de l'intermédiation a conduit à l'émergence d'incitations au sein de la chaîne d'investissement qui se concentrent souvent sur les performances à court terme et n'exploitent pas suffisamment les avantages de l'engagement des actionnaires. Les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs sont donc souvent absents et ne s'intéressent pas à la gouvernance des entreprises. Cela aggrave le problème d'agence entre les actionnaires et les administrateurs d'entreprises et conduit à des performances sous-optimales des sociétés cotées. Les études démontrent que l'engagement à long terme des actionnaires conduit non seulement à une amélioration des performances des investisseurs, mais aussi à la hausse de la compétitivité et des performances des entreprises.

2.1. Engagement insuffisant des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs

La crise financière a montré que le contrôle des actionnaires ne fonctionnait pas de manière adéquate dans le secteur financier. Plutôt que de freiner la prise de risque à court terme des gestionnaires, les actionnaires l'encourageaient souvent. L'actionnariat des sociétés cotées n'est en général pas fondamentalement différent de celui des établissements financiers, et il apparaît clairement que les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs n'exercent pas assez de suivi et ne s'engagent pas assez à l'égard des entreprises détenues. Les études montrent qu'ils ne se focalisent pas assez sur les performances à long terme des entreprises, mais plutôt sur les fluctuations du cours des actions et la structure des indices du marché des

¹ COM(2012) 0740 final.

capitaux, ce qui peut conduire à un rendement qui ne soit pas optimal pour les bénéficiaires finals (par exemple, les futurs retraités) et met une pression à court terme sur les entreprises.

Ce court-termisme semble trouver son origine dans un décalage des intérêts entre les propriétaires et les gestionnaires d'actifs. Les grands propriétaires d'actifs, tels que les fonds de pension et les assureurs, ont des intérêts à long terme étant donné que leurs engagements sont à long terme. Toutefois, pour la sélection et l'évaluation des gestionnaires d'actifs, ils se fondent souvent sur des critères de référence, tels que les indices de marché, et les performances des gestionnaires d'actifs sont souvent évaluées sur une base trimestrielle. En cas de sous-performance, le gestionnaire d'actifs peut perdre son mandat. En conséquence, la principale préoccupation de nombreux gestionnaires d'actifs est devenue leur performance à court terme par rapport à un critère de référence ou à d'autres gestionnaires d'actifs, alors que l'intérêt des bénéficiaires réside dans les performances absolues à long terme de l'investissement. Les incitations à court terme tendent à faire négliger l'investissement basé sur les fondamentaux et les perspectives à plus long terme et la création de valeur à long terme grâce à l'engagement des actionnaires, et entraînent une pression à court terme sur les entreprises, décourageant ainsi les investissements permettant d'accroître la compétitivité.

Il existe toutefois un nombre limité, mais croissant d'investisseurs qui souhaitent combiner rendements élevés et création de valeur à long terme. Leurs stratégies d'investissement impliquent également un engagement auprès des entreprises détenues.

2.2. Lien insuffisant entre la rémunération et les performances des administrateurs

Le droit de regard des actionnaires sur la rémunération des administrateurs s'est également révélé insuffisant. La rémunération des administrateurs joue un rôle essentiel dans la mise en adéquation des intérêts des administrateurs avec ceux des actionnaires et pour veiller à ce que les administrateurs agissent dans le meilleur intérêt de l'entreprise. Lorsque les actionnaires ne supervisent pas la rémunération des administrateurs, il existe un risque que ceux-ci appliquent une stratégie qui les récompense personnellement sans contribuer aux performances à long terme de l'entreprise. Plusieurs faiblesses ont été constatées dans le cadre actuel. Tout d'abord, les informations communiquées par les entreprises ne sont ni exhaustives, ni claires, ni comparables. Ensuite, les actionnaires ne disposent souvent pas des outils suffisants pour exprimer leur avis sur la rémunération des administrateurs.

2.3. Absence de droit de regard des actionnaires sur les transactions avec des parties liées

Les transactions avec des parties liées (TPL), à savoir les transactions entre une entreprise et son personnel de direction, ses administrateurs, des entités qui la contrôlent ou ses actionnaires, offrent la possibilité de capter une partie de la valeur de l'entreprise au détriment des actionnaires (minoritaires). La plupart du temps, les actionnaires n'ont pas accès à suffisamment d'informations avant les transactions prévues et ne disposent pas des outils adéquats pour s'opposer aux transactions abusives. Étant donné que les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs sont, la plupart du temps, des actionnaires minoritaires, des droits de contrôle accrus sur les TPL amélioreraient leur capacité de protéger leurs investissements.

2.4. Transparence insuffisante des conseillers en vote

Les conseillers en vote fournissent aux investisseurs des recommandations sur la manière de voter lors des assemblées générales de sociétés cotées. Le grand nombre de portefeuilles d'actions (transfrontaliers) détenus par des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs et la complexité des questions à prendre en compte rendent souvent inévitable le recours à des conseillers en vote. Ceux-ci ont donc une influence considérable sur le

comportement de vote de ces investisseurs. En particulier, des faiblesses en matière de qualité des avis ainsi que des conflits d'intérêts ont été observés.

2.5. Exercice difficile et coûteux des droits découlant des actions

Il est parfois difficile pour les actionnaires d'exercer les droits découlant de leurs actions, en particulier si la propriété de celles-ci est transfrontalière. Dans les chaînes de détention intermédiée, en particulier lorsque cette chaîne est longue, l'information ne parvient pas toujours jusqu'aux actionnaires ou inversement, les votes des actionnaires se perdent. Le risque d'utilisation abusive des droits de vote par les intermédiaires est également plus élevé. Trois facteurs principaux sont en cause: le fait que les entreprises ne sont pas en mesure d'identifier les investisseurs, l'absence de transmission, en temps opportun, des informations et des droits dans la chaîne d'investissement et les discriminations des actionnaires transfrontaliers fondées sur les prix.

2.6. Qualité insuffisante des informations sur la gouvernance d'entreprise

Des défaillances ont été constatées en ce qui concerne la qualité des rapports sur la gouvernance d'entreprise établis par des sociétés cotées dans l'UE, en particulier pour ce qui est des explications des écarts par rapport aux recommandations des codes de gouvernance d'entreprise. Dans plus de 60 % des cas où les entreprises ont décidé de ne pas appliquer les recommandations, elles n'ont pas fourni d'informations suffisantes. Lorsque l'entreprise ne satisfait pas de manière appropriée à ses obligations de déclaration, il est plus difficile pour les actionnaires de prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause et de s'engager auprès de l'entreprise.

2.7 Subsidiarité

La compétence pour agir est fondée sur l'article 50, paragraphe 2, point g), du TFUE. L'importance croissante des prises de participation transfrontalières (quelque 44 % de la capitalisation totale des sociétés cotées dans l'UE est détenue par des investisseurs étrangers) et les évolutions de la chaîne d'investissement en actions justifient certaines mesures ciblées au niveau de l'UE pour garantir la protection des intérêts des actionnaires et des autres parties prenantes. Seul un nombre limité d'États membres ont pris ou envisagent de prendre des mesures, et ces mesures ne permettront pas de remédier au problème. En effet, si des mesures sont prises uniquement au niveau des États membres, elles risquent de résulter en des règles divergentes, créant des inégalités de conditions de concurrence susceptibles de nuire au bon fonctionnement du marché intérieur ou de créer de nouveaux obstacles à celui-ci.

3. OPTIONS POSSIBLES, ANALYSE D'IMPACT ET CHOIX DE L'OPTION PRIVILEGIEE

3.1. Accroître le niveau d'engagement des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs

Options possibles
1 Statu quo
2 Recommandation sur la transparence du vote et de l'engagement des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs, ainsi que de certains aspects des mandats de gestion des actifs
3 Transparence obligatoire du vote et de l'engagement des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs, ainsi que de certains aspects des contrats de gestion d'actifs

Évaluation des options			
	Efficacité	Efficiency	Cohérence
Option 1: statu quo	0	0	0
Option 2: recommandation sur la transparence des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs	+	+	+
Option 3: règles contraignantes en matière de transparence des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs	++	+	+

L'option 3 est à privilégier

Cette option rendrait plus transparente la manière dont les propriétaires d'actifs incitent leurs gestionnaires à agir dans le meilleur intérêt à long terme de leurs bénéficiaires et à mettre en œuvre des stratégies d'investissement prévoyant l'engagement des actionnaires. Les gestionnaires d'actifs seraient tenus d'être transparents par rapport à leurs stratégies d'engagement et aux bénéfices de ces stratégies, ainsi que par rapport à la manière dont ils les mettent en œuvre. Des informations substantielles et pertinentes permettraient aux propriétaires d'actifs de prendre des décisions mieux éclairées sur leurs politiques d'investissement. Elles les encourageraient à s'engager davantage auprès des entreprises détenues. La transparence des coûts d'une rotation élevée du portefeuille par les gestionnaires d'actifs pourrait réduire l'ampleur de ces transactions, contribuant à un meilleur ciblage de la valeur fondamentale des entreprises et augmentant cette valeur au moyen de l'engagement des actionnaires. In fine, ces mesures pourraient entraîner des économies et un meilleur rendement pour les gestionnaires d'actifs et les bénéficiaires finals. Un plus grand accent mis sur les fondamentaux et la capacité réelle de création de valeur des entreprises pourrait notamment bénéficier aux PME cotées. Un engagement accru et une perspective à plus long terme pourraient également contribuer à une hausse des investissements des entreprises dans la recherche et la compétitivité et donc à accroître l'emploi.

Des règles contraignantes en matière de transparence seraient les plus susceptibles d'enclencher une évolution positive, avec des coûts limités.

3.2. Renforcer le lien entre rémunération et performances

Options possibles
1 Statu quo
2 Règles contraignantes en matière de transparence de la rémunération
3 Vote des actionnaires sur la rémunération

Évaluation des options			
	Efficacité	Efficienc	Cohérence
Option 1: statu quo	0	0	0
Option 2: règles contraignantes en matière de transparence de la rémunération	+	+	+
Option 3: vote des actionnaires sur la rémunération	+	++	+

Les options 2 et 3 sont les options privilégiées. La fourniture d'informations claires, exhaustives et comparables aux actionnaires sur les stratégies de rémunération et la rémunération individuelle des administrateurs les aiderait à exercer une supervision efficace. L'harmonisation des exigences en matière de divulgation d'informations au niveau de l'UE permettrait de remédier à l'asymétrie de l'information et donc de réduire les coûts d'agence. Elle serait bénéfique pour l'investissement transfrontalier, étant donné qu'elle faciliterait la comparaison des informations, et favoriserait l'engagement, qui serait plus facile et donc moins coûteux. En outre, les entreprises devraient davantage rendre des comptes aux autres parties prenantes.

La possibilité pour les actionnaires de voter leur donnerait un outil efficace pour contrôler la rémunération des administrateurs et pour s'engager auprès des entreprises tout en renforçant le lien entre la rémunération et les performances.

3.3. Transparence et supervision des transactions avec des parties liées

Options possibles
1 Statu quo
2 Instruments d'orientation non contraignants
3 Amélioration des exigences en matière de transparence pour les transactions avec des parties liées
4 Vote des actionnaires sur les transactions les plus importantes

Évaluation des options			
	Efficacité	Efficienc	Cohérence
Option 1: statu quo	0	0	0
Option 2: instruments d'orientation non contraignants	≈	≈	+
Option 3: amélioration des exigences en matière de transparence pour les transactions avec des parties liées	+	+	+
Option 4: vote des actionnaires sur les transactions les plus importantes	++	++	+

Les options 3 et 4 sont les options privilégiées. La fourniture d'informations ex ante aux investisseurs sur les transactions les plus importantes leur permettrait (en particulier les actionnaires minoritaires) de s'opposer aux transactions injustifiées et de s'engager davantage auprès de l'entreprise, tandis que le vote leur permettrait de rejeter les transactions abusives. Un vote des actionnaires encouragerait également la réflexion des entreprises sur les transactions avec des parties liées. Cette combinaison pourrait avoir une incidence positive sur la compétitivité et la viabilité des entreprises et sur l'investissement transfrontalier.

Des règles contraignantes seront vraisemblablement plus efficaces que des orientations non contraignantes.

3.4. Transparence des conseillers en vote

Options possibles
1 Statu quo
2 Recommandation sur la transparence de la méthode et sur les conflits d'intérêts
3 Exigences contraignantes de divulgation en matière de méthodologie et de conflits d'intérêts
4 Cadre réglementaire détaillé

Évaluation des options			
	Efficacité	Efficienc	Cohérence
Option 1: statu quo	0	0	0
Option 2: recommandation sur la transparence	≈	+	++
Option 3: règles contraignantes en matière de transparence	+	++	+

Option 4: cadre réglementaire détaillé	++	-	-
--	----	---	---

L'option 3 est l'option privilégiée. L'obligation de divulgation d'informations sur ces aspects essentiels (méthodologie et gestion des conflits d'intérêts potentiels) mettrait une pression supplémentaire sur les conseillers en vote afin que ceux-ci mettent en place en la matière des procédures adéquates. Des exigences contraignantes en matière de transparence seraient plus efficaces que des mesures non contraignantes, et éviteraient la charge rigide et excessive que représenterait un cadre réglementaire détaillé.

3.5. Identification des actionnaires et facilitation de l'exercice des droits des actionnaires par les fournisseurs de comptes de titres

Options possibles
1 Statu quo
2 Règles minimales au niveau de l'UE
3 Exigences détaillées concernant la possibilité d'identifier les actionnaires et la facilitation de l'exercice des droits des actionnaires par les intermédiaires

Évaluation des options			
	Efficacité	Effizienz	Cohérence
Option 1: statu quo	0	0	0
Option 2: règles minimales au niveau de l'UE	+	++	+
Option 3: mécanisme d'identification des actionnaires - obligations pour les intermédiaires	++	++	+

L'option 3 est l'option privilégiée. L'obligation, pour les intermédiaires qui fournissent des comptes de titres, de proposer l'identification des actionnaires à l'entreprise facilitera un contact direct entre l'actionnaire et l'entreprise. L'obligation pour ces intermédiaires de transmettre des informations relatives à l'action, de faciliter l'exercice des droits des actionnaires et de justifier les différences de prix de ces services si les droits sont exercés au niveau international garantira que les votes des actionnaires ne seront pas perdus et que les actionnaires seront en mesure de s'engager plus efficacement au niveau international.

3.6. Amélioration de la qualité des déclarations de gouvernance d'entreprise

Options possibles
1 Statu quo
2 Recommandation à des fins d'orientation
3 Exigences détaillées en matière de déclaration de gouvernance d'entreprise

Évaluation des options			
	Efficacité	Efficienc	Cohérence
Option 1: statu quo	0	0	0
Option 2: recommandation à des fins d'orientation	+	++	++
Option 3: règles détaillées	++	+	+

L'option 2 est la piste privilégiée. La fourniture d'orientations sur les explications des déviations par rapport aux codes est susceptible de donner aux entreprises plus de certitude pour préparer ce type de déclaration et améliorer leur qualité. Cela les encouragerait à réfléchir plus en profondeur à leurs dispositifs de gouvernance d'entreprise et à les améliorer, si nécessaire, ce qui pourrait contribuer à améliorer leurs performances. Une plus grande transparence et une plus grande comparabilité des déclarations pourraient également profiter à l'investissement transfrontalier.

4. INCIDENCE GLOBALE DE L'ENSEMBLE DES MESURES PROPOSEES

L'approche proposée constitue un ensemble de mesures complémentaires. Celui-ci s'inscrit dans le cadre des travaux de la Commission sur le financement à long terme de l'économie européenne. Il contribue en effet à fournir aux actionnaires une perspective à plus long terme, améliorant ainsi les conditions d'exploitation des entreprises cotées.

L'objectif des options privilégiées est de garantir que les investisseurs disposent d'informations claires, exhaustives et comparables, permettant ainsi de lever les obstacles à l'engagement, en particulier pour ce qui est des investisseurs transfrontaliers. Une incidence plus transparente des stratégies d'investissement permettra aux investisseurs et aux bénéficiaires finals de prendre des décisions en meilleure connaissance de cause, et encouragera également les investisseurs à s'engager davantage auprès de leurs entreprises détenues. Tout renforcement de l'engagement des actionnaires est susceptible d'avoir un effet positif à la fois sur la valeur pour les actionnaires et sur l'efficacité, la compétitivité et les performances de l'entreprise cible².

L'ensemble de mesures proposées pourrait dès lors avoir une incidence positive sur la viabilité à long terme des sociétés cotées, notamment les PME, qui sont susceptibles de

² L'engagement des actionnaires en matière de gouvernance d'entreprise, notamment en matière de rémunération, pourrait générer en moyenne des rendements anormaux cumulés et *buy and hold* de 7 à 8 % sur un an pour les actions, abaisser le coût du capital des entreprises, et améliorer significativement leur gouvernance et leur rentabilité.

bénéficier d'un meilleur accès aux marchés des capitaux. Il pourrait également avoir certains effets sociaux positifs, étant donné que les entreprises adoptant une stratégie à long terme pourraient créer davantage d'emplois. Aucune incidence spécifique sur l'environnement n'est attendue.

Cet ensemble de mesures entraînerait une augmentation de la charge administrative, notamment pour les PME cotées. Toutefois, ces coûts seraient limités étant donné que la plupart du temps, des mesures en matière de transparence et de publication sont déjà prévues et qu'un certain degré de transparence est déjà imposé ou appliqué sur une base volontaire. Par ailleurs, les coûts seront répartis également entre les différents groupes de parties prenantes.

5. ÉVALUATION

Une analyse de l'incidence de l'ensemble de mesures sera effectuée cinq ans après la date limite de transposition. Il sera déterminé s'il est opportun de procéder à des modifications sur la base des résultats de cette analyse.