



Compatibilité des stratégies de prêt de titres et d'investissement responsable

Études publiques, points de vue
académiques, textes réglementaires
et bonnes pratiques

Septembre 2021

Deloitte Conseil France

Confidentiel

Préambule

Le présent document contient des informations appartenant à Deloitte et ne doit pas être reproduit, distribué ou divulgué, en tout ou partie, à des tiers non autorisés. Toute reproduction, distribution ou divulgation non autorisée constitue une violation des droits de propriété et des règles de confidentialité de Deloitte. Ce document ne doit en aucun cas être modifié ou distribué sans l'accord préalable du département qui l'a produit. Veuillez contacter l'auteur du document avant toute réutilisation ou diffusion.

Ce document remplace et annule toutes les versions précédentes. Veuillez vous assurer d'utiliser la dernière version et détruire de manière sécurisée toute copie des versions précédentes qui pourrait encore être en votre possession, quel que soit le format : papier ou électronique.

Table des matières

1. Synthèse	5
2. Introduction	7
3. Le prêt de titres, une composante des marchés financiers développés	7
A. Motivations des acteurs du marché des prêts de titres	8
B. Participation des prêts de titres au fonctionnement des marchés financiers	9
C. Participation des prêts de titres au mécanisme de découverte des prix et variations des cours boursiers	11
D. Participation des prêts de titres à la pratique de la vente à découvert	11
4. Les défis des pratiques de prêt de titres dans les stratégies d'investissement responsable	15
A. Aperçu du paysage de l'investissement responsable	15
B. Conditions d'utilisation dans l'environnement actuel	17
C. Bonnes pratiques potentielles : gérance, engagement des actionnaires et transparence	20
5. Bonnes pratiques/meilleures initiatives fournies par les acteurs du marché	23
6. Conclusion	25
7. Annexes	27
Annexe 1 – Extraits du Label ISR français, cadre de référence, publié le 23 juillet 2020	27
Annexe 2 – Extraits de Febelfin, cadre de référence, publié le 31 mai 2021	27
Annexe 3 – Exemples de prospectus publiés par des fonds ISR	27



1. Synthèse

Il est communément admis dans la littérature académique financière¹ que le prêt de titres joue un rôle essentiel dans le maintien de marchés de capitaux sains et fonctionnant bien, tout en offrant un grand nombre d'avantages aux propriétaires d'actifs. Cependant, comme le prêt de titres est souvent associé à la vente à découvert, son utilisation par des fonds promouvant l'approche ESG ou l'investissement responsable pourrait être remise en question. Sur la base de recherches universitaires, d'études publiques, des textes réglementaires et de l'observation de bonnes pratiques, l'objectif de ce document est de résumer les points de vue sur la façon dont le prêt de titres pourrait être conforme à une stratégie d'investissement responsable.

D'une part, les auteurs universitaires considèrent le prêt de titres comme un moyen sûr de gagner des revenus supplémentaires et de renforcer les performances des prêteurs, tout en étant un outil pertinent pour satisfaire les opérations quotidiennes des emprunteurs. En outre, des documents universitaires, y compris de l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs), soulignent que le prêt de titres contribue à une liquidité efficace et à la découverte des prix sur les marchés financiers, réduit la volatilité et les coûts pour les investisseurs finaux et ne nuit pas à la valeur à long terme. D'autre part, les investisseurs cherchent de plus en plus à intégrer des considérations durables dans leurs stratégies de portefeuille et à appliquer des approches responsables. Cependant, bien que l'intégration de critères responsables dans les stratégies d'investissement devienne courante, ces approches semblent interdire le recours au prêt de titres.

Dans ce contexte, des questions ont été soulevées sur la manière dont le prêt de titres s'aligne sur l'investissement responsable. Les opposants à cette pratique affirment que l'activité de prêt de titres n'est pas compatible avec l'investissement durable, la gestion des actionnaires et l'engagement à long terme. Cet article traite de la jonction entre cette pratique couramment utilisée et son impact sur les objectifs durables. L'analyse de la littérature présentée dans ce mémo montre qu'il n'y a aucune preuve qui suggère que le prêt de titres pourrait nuire aux stratégies d'investissement durable.

Par ailleurs, **les labels ISR européens** – qui visent à garantir la qualité de l'investissement responsable – **autorisent le recours au prêt de titres**. Par exemple, d'importants labels ISR, tels que les labels ISR français et belge, précisent dans leur cadre de référence les conditions spécifiques et des lignes directrices pour leur application correcte. Les exigences des labels ISR se traduisent par une surveillance et une sélection étroite des contreparties, un suivi des motivations des emprunteurs et le rapatriement des titres prêtés avant l'exercice de leurs droits de vote afin de maintenir un engagement fort des actionnaires. **En outre, le règlement relatif aux informations sur la finance durable (SFDR) applicable depuis mars 2021 – qui constitue la dernière évolution réglementaire sur le sujet et un plan d'action majeur de l'UE en matière de réglementation de la croissance durable – ne fournit aucune recommandation spécifique concernant les activités de prêt de titres**. Les études publiques soutiennent l'idée qu'à ce jour, en créant l'écosystème adéquat pour leur utilisation, les investisseurs responsables se réclamant de l'ISR peuvent effectivement continuer à s'engager auprès des entreprises tout en prêtant activement leurs actifs.

La documentation publique montre **que les participants au marché ont adopté des comportements responsables à l'égard de ces opérations et qu'ils se sont engagés à mettre en œuvre un cadre sûr pour le développement de l'activité de prêt de titres**. En effet, ce cadre est conçu par les acteurs du marché avec des procédures précises sur la gestion des investissements, l'engagement des actionnaires, la conduite éthique concernant les transactions et les interactions avec les clients, tout en gardant à l'esprit l'objectif principal d'optimiser les rendements et la protection des clients. Par exemple, certains acteurs du marché mettent en place des règles spécifiques telles que la possibilité de rappeler ou de restreindre les prêts sur des titres particuliers afin de s'assurer que les actionnaires peuvent voter lors des assemblées générales ou l'évaluation méticuleuse des contreparties avant l'émission du contrat de prêt qui intègre des considérations de RSE et d'ISR.

En conclusion, les normes de labellisation n'interdisent pas le recours aux prêts de titres s'ils sont réalisés dans le respect des critères requis (c'est-à-dire ne pas empêcher les droits de vote). De plus, les acteurs du marché sécurisent souvent cette activité en appliquant les meilleures pratiques pour assurer la conformité avec leurs stratégies d'investissement responsable.

¹ Vous trouverez ci-dessous les références des articles universitaires qui ont été examinés pour cette étude.



2. Introduction

Selon les statistiques de Datalend, le secteur mondial des prêts de titres a généré 7,66 milliards de dollars de revenus pour les prêteurs en 2020. Ce chiffre représente une baisse de 11,6 % par rapport aux 8,66 milliards de dollars générés pour les prêteurs en 2019 et une baisse de 20,7 % par rapport aux 9,69 milliards de dollars de l'année record 2018. En effet, la période entre 2018 et 2019 a été l'une des années les plus actives pour le financement du marché et le prêt de titres depuis la crise financière mondiale de 2008².

Compte tenu de l'importance du prêt de titres sur les marchés financiers et de la croissance rapide de la finance durable, le secteur s'est interrogé sur la compatibilité entre ces deux sujets. Ainsi, l'objectif de ce document est de présenter les points de vue issus d'études publiques, de recherches universitaires, de textes réglementaires et de bonnes pratiques sur l'environnement du prêt de titres et sa compatibilité avec la finance durable. Il explore ensuite l'interaction entre les pratiques de prêt de titres et l'investissement durable, ainsi que son impact sur les objectifs de durabilité.

Le secteur mondial des prêts de titres a généré 7,66 milliards de dollars de revenus pour les prêteurs en 2020.

3. Le prêt de titres, une composante des marchés financiers développés

Les opérations de prêt de titres facilitent « la redistribution des actifs sur les marchés financiers en soutenant les activités des marchés de capitaux mondiaux et le règlement des transactions, et jouent donc un rôle important dans la gestion des risques financiers³. » Selon l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), le prêt de titres existe depuis le XIXe siècle, mais n'a commencé à prendre de l'ampleur que dans les années 1960 avec l'expansion du marché interprofessionnel

des prêts d'actions⁴. L'activité a connu un nouvel essor avec la croissance de l'intermédiation des courtiers entre les emprunteurs et les prêteurs d'espèces. L'émergence de nouvelles stratégies de négociation, de couverture et d'arbitrage a encore accru la demande d'opérations de prêt de titres. Selon ces documents universitaires, en augmentant l'offre de titres, le prêt de titres renforce la liquidité du marché mondial et améliore la découverte des prix.

La littérature académique montre que cette **pratique réglementée contribue à l'efficacité du marché des capitaux, en améliorant la liquidité et la stabilité du marché tout en générant des retours sur investissement supplémentaires pour les investisseurs finaux**, comme développé ci-dessous.

² Peter Madigan, BNY Mellon, *Stock Lending : Dissiper les mythes*, vue aérienne de la perspective du marché, 2020

³ Baklanova V., Copeland A. et Mc Caughrin R., Banque fédérale de réserve de New York, Staff Reports, *Reference Guide to U.S. Repo and Securities Lending Markets*, septembre 2015.

⁴ Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR), *Securities Lending Transactions: Market Development and Implications*, juillet 1999

Du point de vue du prêteur, le prêt de titres peut être perçu comme une activité d'investissement qui lui donne la possibilité de gagner un revenu supplémentaire en « louant » ses investissements.

A. Motivations des acteurs du marché des prêts de titres

Le marché du prêt de titres implique une diversité d'institutions financières. Cette section décrira les principaux participants à ce marché et détaillera leurs motivations à s'engager dans de telles transactions, en mettant l'accent sur la manière dont le prêt de titres leur apporte des avantages intéressants.

Les prêteurs de titres, communément appelés propriétaires réels, sont généralement de grands investisseurs institutionnels qui gèrent un portefeuille de titres sans effet de levier ou à faible effet de levier. Les prêteurs typiques sont les fonds communs de placement, les banques centrales, les fonds souverains, les fonds de pension, les fonds de dotation, les gestionnaires d'actifs et les compagnies d'assurances. Ils prêtent leurs titres afin d'améliorer le rendement de leurs portefeuilles d'investissement. Comme le souligne un document de la Federal Reserve Bank of New York, « historiquement, l'activité de prêt de titres a été une activité accessoire pour les prêteurs et leurs agents. Cependant, les propriétaires réels de grands portefeuilles statiques et sans effet de levier, principalement les fonds de pension, considèrent de plus en plus le prêt de titres comme une stratégie importante d'amélioration des revenus⁵. » Ces revenus supplémentaires permettent non seulement aux investisseurs des fonds de bénéficier de rendements supplémentaires sur leur épargne à long terme, mais ils aident également les régimes de retraite à prestations définies à réduire leurs déficits⁶.

Du point de vue du prêteur, le prêt de titres peut être perçu comme une activité d'investissement qui lui donne la possibilité de gagner un revenu supplémentaire en « louant » ses investissements. Certains soutiennent que le principal avantage pour le prêteur de titres est la possibilité de gagner un revenu supplémentaire grâce aux frais facturés à l'emprunteur du titre. Ce revenu supplémentaire peut

aider à compenser les dépenses associées à la gestion du portefeuille, comme le paiement d'un dépositaire pour protéger et administrer les actifs. Alors que les gestionnaires d'actifs cherchent des moyens de minimiser les dépenses, certains d'entre eux considèrent que le prêt de titres peut être organisé comme une pratique sûre et à faible risque pour générer des retours sur investissement supplémentaires pour les investisseurs finaux, à condition que les prêts soient correctement garantis et que la gestion des opérations sur titres soit efficace. C'est pourquoi des investisseurs tels que les fonds communs de placement maintiennent une présence importante sur le marché du prêt de titres afin de gagner des revenus supplémentaires et d'améliorer les performances⁷.

Comme l'a souligné l'auteur D'Avolio dans son article *The Market for Borrowing Stock*, les emprunteurs de titres constituent un « groupe éclectique⁸ ». Les emprunteurs de titres sont généralement de grandes institutions financières telles que les banques qui agissent souvent en tant qu'« intermédiaire principal », ce qui signifie qu'elles empruntent des titres pour le compte d'institutions financières plus petites telles que les fonds spéculatifs. Pour mémoire, les hedge funds figurent parmi les plus gros emprunteurs de titres et ont accès au pool de titres prêtables principalement par l'intermédiaire de leurs *prime brokers*.

Il arrive qu'un titre ne soit nécessaire que temporairement, que ce soit pour un seul jour ou pour quelques semaines. Dans ce cas, il est souvent considéré comme moins cher, plus rapide et moins risqué d'emprunter un titre que de l'acheter. Il existe de nombreuses raisons de détenir temporairement des titres (tenue de marché, règlement des transactions, optimisation des garanties, stratégies de négociation, financement). En outre, l'exécution de nombreuses stratégies de trading repose sur la capacité du trader à emprunter des titres. Nous présentons ci-dessous quelques-unes des raisons pour lesquelles les institutions empruntent des titres.

5 Baklanova V., Copeland A. et Mc Caughrin R., Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, *Reference Guide to U.S. Repo and Securities Lending Markets*, sept. 2015.

6 Pozsar Z., *Shadow Banking: The Money View*, juillet 2014

7 Stephen H. Bier et Erica Temel, The Investment Lawyer, *Recent Developments in the Securities Lending and Repo Markets*, janvier 2013.

8 D'Avolio G., *The Market for Borrowing Stock*, Harvard University, 2002.

B. Participation des prêts de titres au fonctionnement des marchés financiers

Comme le souligne la Banque centrale européenne (BCE), l'objectif du « prêt de titres est de contribuer au bon fonctionnement des marchés financiers⁹ ». Tout d'abord, la BCE montre que le prêt de titres contribue à l'efficacité des marchés de capitaux en renforçant la liquidité et la stabilité du marché. La liquidité, définie comme la facilité avec laquelle un actif peut être vendu ou acheté, est généralement représentée par l'écart entre les cours acheteur et vendeur (ou écart entre les teneurs de marché). Dans le cas de marchés illiquides, les écarts entre les cours acheteur et vendeur sont plus importants et entraînent des transactions plus coûteuses.

Dans son dernier rapport publié en mars 2021, intitulé *Framing securities lending for the sustainability era*, l'International Securities Lending Association (ISLA) réaffirme les contributions de ce concept de marché aux marchés financiers en déclarant que « le prêt de titres et la pratique connexe de la vente à découvert jouent un rôle important sur les marchés des capitaux », et souligne que le prêt de titres est depuis longtemps « utilisé comme un moyen de répondre aux exigences en matière de règlement et de garantie, ainsi que de fournir une liquidité et une efficacité essentielles aux marchés secondaires. Il favorise également la découverte des prix et la création de marchés, tout en facilitant d'importantes stratégies de couverture et d'investissement, telles que la vente à découvert et l'arbitrage¹⁰ ».

McGill et Patel ont démontré la nécessité du prêt de titres sur les marchés financiers dans leur article universitaire intitulé *Securities Financing & Lending*. Ils expliquent que « le prêt de titres apporte de la liquidité aux marchés des actions, des obligations et de l'argent, ce qui le place au cœur du système financier actuel. L'augmentation de la liquidité réduit le coût des transactions, ce qui accroît l'efficacité du marché et profite à tous¹¹ ».

Ce point de vue a déjà été développé par Hodge, Dive, Jones et Purchase dans leur document de recherche intitulé *Developments in the global securities lending market* publié en septembre 2011. Ils soulignent que « le prêt de titres peut améliorer la liquidité du marché, réduisant potentiellement le coût des transactions et augmentant l'efficacité du marché. Cela permet une meilleure découverte des prix et peut réduire la volatilité des prix, ce qui peut faciliter les institutions financières et les sociétés non financières à lever des fonds et des capitaux et également aider les investisseurs à acheter et vendre des titres¹² ». En outre, ils ont expliqué : « En créant un accès aux titres déjà en circulation sur un marché, le prêt de titres a pour effet d'augmenter l'offre totale de titres disponibles pour soutenir des activités telles que la tenue de marché et le règlement des transactions ».

En outre, les teneurs de marché qui recherchent en permanence des titres à acheter et à vendre peuvent améliorer la liquidité du marché. Leur capacité à emprunter des titres de manière continue et régulière les aide à répondre à la demande de titres des clients. Selon la même recherche ci-dessus, « la réduction des titres disponibles pour le prêt en 2008 – parallèlement aux pressions sur les exigences en capitaux propres des banques agissant en tant que teneurs de marché pour réduire leurs bilans et leurs stocks de titres – a entraîné une réduction de l'activité de tenue de marché. Cela a contribué à altérer la liquidité du marché pour certains types de titres et a exacerbé les problèmes de financement pour les banques et les sociétés non financières ». Enfin, les auteurs ont enquêté sur le rôle des prêts de titres dans les opérations de règlement des transactions et ont constaté que : « Les prêts de titres améliorent la fiabilité du processus de règlement des opérations car la capacité des institutions à emprunter des titres contribue à réduire les défaillances de règlement.

La BCE montre que le prêt de titres contribue à l'efficacité des marchés de capitaux en renforçant la liquidité et la stabilité du marché.

9 Banque centrale européenne, *Qu'est-ce que le prêt de titres ?* décembre 2016.

10 ISLA et Allen & Overy, *Framing securities lending for the sustainability era*, Livre blanc, mars 2021.

11 McGill R. et Patel N., *Securities Financing & Lending*, 2008.

12 Hodge R., Dive M., Jones C. et Purchase J., Banque d'Angleterre, *Developments in the global securities lending market*, septembre 2011.

Cela peut améliorer indirectement la liquidité du marché car cela contribue à l'efficacité du règlement et à la confiance des investisseurs lors des transactions ». Étant donné que le prêt de titres augmente l'offre totale de titres disponibles pour des activités telles que la tenue de marché et le règlement des transactions, le prêt de titres participe à l'amélioration de la liquidité du marché et donc à l'efficacité globale du marché.

Le professeur Raaijmakers a également mis en avant l'utilité cruciale du prêt de titres pour le bon fonctionnement des marchés de capitaux dans l'étude *Securities Lending and Corporate Governance* en déclarant que : « Les actions sont « prêtées » à grande échelle sur les marchés des capitaux financiers. Cela sert à faciliter un processus de compensation et de règlement efficace, mais aussi à permettre certaines stratégies d'investissement. De ce point de vue, cette pratique dite de prêt de titres ou de prêt d'actions a un effet positif. Elle contribue à l'efficacité des marchés financiers¹³. »

La capacité d'emprunter et de prêter des actifs financiers est essentielle au bon fonctionnement des marchés de capitaux.

La capacité d'emprunter et de prêter des actifs financiers est essentielle au bon fonctionnement des marchés de capitaux. En effet, le prêt de titres est présenté par les études académiques comme essentiel à l'efficacité du marché car il fournit de la liquidité en échangeant des actifs (règlement efficace des transactions, financement, volume des transactions) et conduit également à une tarification plus équitable en réduisant les coûts de transaction (resserrement de l'écart entre l'offre et la demande).

Loutskina a consacré une recherche universitaire au rôle de la titrisation dans la gestion des liquidités et du financement des banques. L'article étudie le rôle de la titrisation dans la gestion des banques et son travail montre que « la titrisation fournit aux banques une source de financement supplémentaire et rend les prêts bancaires moins sensibles aux chocs sur le coût des fonds. Par extension, la titrisation affaiblit la capacité de l'autorité monétaire à agir sur l'activité de prêt des banques mais rend les banques plus sensibles aux crises de liquidité et de financement lorsque le marché de la titrisation est fermé¹⁴. » Par conséquent, les prêts de titres aident les banques à maintenir leur stabilité en garantissant leur approvisionnement en financement et en liquidité.

En outre, la société américaine State Street Corporation, holding de services financiers et de banques, a souligné dans son document de recherche intitulé *Securities Lending, Liquidity, and Capital Market-Based Finance* le rôle clé du prêt de titres dans l'amélioration de l'efficacité globale du marché¹⁵. L'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) a également publié en 2019 un rapport intitulé *Undue short-term pressure on corporations*, qui étudie l'impact des pratiques de prêt de titres et de vente à découvert et leur lien potentiel avec le court-termisme. L'ESMA a affirmé que ces pratiques peuvent être utilisées dans certaines conditions. Le rapport indique : « L'ESMA souligne que la vente à découvert et le prêt de titres sont essentiels pour la découverte des prix et la liquidité du marché ». L'agence a approfondi le sujet en expliquant que « l'AEMF n'a pas connaissance d'éléments concrets indiquant un lien de cause à effet entre ces pratiques et l'existence de pressions excessives à court terme sur le marché » et que « le prêt de titres, s'il est effectué de manière contrôlée, est une occasion d'ajouter de la valeur pour les investisseurs des fonds et [est] compatible avec les stratégies d'investissement à long terme¹⁶. »

13 Geert T. M. J. Raaijmakers, *Securities Lending and Corporate Governance*, Université de Maastricht, septembre 2006.

14 Elena Loutskina, *The role of securitization in bank liquidity and funding management*, Université de Virginie, 2011.

15 State Street Corporation, *Securities Lending, Liquidity, and Capital Market-Based Finance*, septembre 2008.

16 ESMA, *Pression excessive à court terme sur les sociétés*, Rapport (p. 99 et 161), décembre 2019.

Comme le soulignent les recherches universitaires ci-dessus, les prêts de titres sont essentiels à la fourniture de liquidités.

C. Participation des prêts de titres au mécanisme de découverte des prix et variations des cours boursiers

Lorsqu'elles examinent l'impact des prêts de titres sur les marchés financiers, les études se concentrent également sur la découverte des prix. La découverte des prix est un mécanisme essentiel sur les marchés financiers où le prix approprié d'un actif est établi après l'incorporation de toutes les informations publiques disponibles.

L'article universitaire rédigé par Prado et Huszar fournit des indications pertinentes sur l'impact positif des prêts de titres dans le mécanisme de découverte des prix. Ils ont étudié les prêts de titres centralisés et de gré à gré dans le contexte des actions cotées à la Bourse de Tokyo de juillet 2006 à décembre 2009, et ont constaté que : « Non seulement les moteurs de la demande sur les deux marchés sont sensiblement différents, mais les implications de l'efficacité de la fixation des prix sur les marchés alternatifs sont également différentes ». Leur recherche a spécifiquement révélé que « l'augmentation de l'activité de prêt d'actions de gré à gré est associée à une plus grande efficacité des prix et à une meilleure liquidité ». Selon leur étude, « lorsque le marché de gré à gré est contraint, il est démontré qu'il relâche les contraintes de vente à découvert et améliore la liquidité¹⁷ ». En outre, les mêmes auteurs ont produit un autre document universitaire complétant ce point de vue qui suggère que : « les marchés de prêt centralisés et de gré à gré se complètent » et que « les actions faisant l'objet de ventes à découvert non triviales sur les trois marchés de prêt alternatifs présentent la plus grande efficacité en matière de tarification, avec les plus faibles asymétries, aplatissements et retards de prix¹⁸. »

La découverte des prix est un mécanisme essentiel sur les marchés financiers où le prix approprié d'un actif est établi après l'incorporation de toutes les informations publiques disponibles.

En outre, l'expérience de prêt d'actions randomisée de Kaplan, Moskowitz et Sensoy décrivant un « choc exogène et important de l'offre d'actions prêtables en prenant des actions à forte commission de prêt dans le portefeuille du gestionnaire et en mettant aléatoirement à disposition et en retirant des actions du marché des prêts » a apporté de nouvelles perspectives sur le sujet. Les auteurs ont montré que : « Alors que les chocs d'offre réduisent significativement les frais de prêt sur le marché et augmentent les quantités, rien ne prouve que les rendements, la volatilité, l'asymétrie ou les écarts entre les offres et les demandes sont affectés. » L'étude fournit « des preuves inédites de l'impact de l'offre de courtage et n'indique pas d'effets négatifs du prêt de titres sur les prix des actions¹⁹. »

D. Participation des prêts de titres à la pratique de la vente à découvert

Le prêt de titres est souvent associé négativement à l'utilisation de la vente à découvert. La vente à découvert, qui est perçue par certaines catégories d'acteurs du marché comme une activité de marché controversée, est « l'acte d'emprunter des actions pour les vendre dans l'attente d'une baisse de prix et dans l'intention de racheter les actions pour les remplacer à un prix plus bas²⁰ ». La vente à découvert est en fait un moyen de « générer des profits à partir de la correction à la baisse du prix d'un actif²¹ ».

17 Huszar Z. R. et Prado M. P., *An analysis of over-the-counter and centralized stock lending markets*, 2019.

18 Huszar Z. R. et Prado M. P., *The Role of Alternative Lending Markets for Short Selling : Liquidité, découverte des prix et surveillance du marché*, 2012.

19 Kaplan S. N., Moskowitz T. J. et Sensoy B. A., *The Effects of Stock Lending on Security Prices : Une expérience*, avril 2013.

20 Sharma N., *Impact de la vente à découvert sur les marchés financiers*, Journal of Social Science Research, 2017.

21 ISLA, *Rapport sur le marché des prêts de titres*, février 2020.

La vente à découvert est un aspect du secteur du prêt de titres, mais pas son principal moteur.

Cette pratique est surtout utilisée comme un outil d'atténuation des risques, certains investisseurs l'utilisant pour tirer profit de l'identification d'actifs surévalués. La vente à découvert est donc un aspect du secteur du prêt de titres, mais pas son principal moteur. Cependant, si la vente à découvert a certainement sa part de critiques, elle est également considérée comme un mécanisme de marché crucial. Des travaux consacrés à la contribution de la vente à découvert à la liquidité et au processus de découverte des prix ont également été publiés. Cette section présente les principales contributions sur le sujet qui complètent les publications précédentes.

En effet, le Conseil de l'ISLA pour la finance durable (ICSF) a souligné en mars 2020 que « la vente à découvert couverte est bénéfique aux marchés financiers. Elle fait partie du mécanisme de marché essentiel qui facilite la découverte des prix et la liquidité. Elle réduit également l'asymétrie dans la capacité d'un participant au marché à exprimer une opinion sur la valeur des actifs²². » Selon cette étude, la vente à découvert fait donc partie de la contribution du prêt de titres aux marchés financiers.

Ce point de vue a déjà été développé par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) dans un rapport de juin 2009 intitulé *Regulation of short selling*. L'organisme international qui réunit les régulateurs des valeurs mobilières du monde entier et qui est reconnu comme le normalisateur mondial du secteur des valeurs mobilières a déclaré que « la vente à découvert joue un rôle important sur le marché pour diverses raisons, notamment pour permettre une découverte plus efficace des prix, atténuer les bulles du marché, accroître la liquidité

du marché, faciliter les opérations de couverture et d'autres activités de gestion des risques²³. »

Les résultats empiriques montrent que les contraintes liées aux prêts de titres et aux ventes à découvert réduisent la liquidité. Daouk et Charoenrook ont publié un document de travail en 2005 après une enquête sur 111 pays. Ils ont constaté que « lorsque la vente à découvert est possible, les rendements globaux des actions sont moins volatils et la liquidité est plus grande²⁴. » D'autres preuves empiriques ont démontré que l'autorisation des prêts de titres et des ventes à découvert améliore l'efficacité et la qualité du marché^{25, 26, 27}. En outre, les études sur les restrictions de la vente à découvert apportent des perspectives complémentaires aux résultats précédents. Alessandro Beber et Marco Pagano ont conclu que les interdictions de vente à découvert : « (i) ont été préjudiciables à la liquidité, en particulier pour les actions à faible capitalisation et sans options cotées, (ii) ont ralenti la découverte des prix, notamment dans les marchés baissiers et (iii) n'ont pas réussi à soutenir les prix, sauf peut-être pour les actions financières américaines²⁸. » D'autres études universitaires ont également démontré la même conclusion, à savoir que les actions financières soumises à des interdictions de vente à découvert pendant la crise financière mondiale de 2008 ont donné lieu à des écarts qui étaient en fait deux à trois fois plus importants, tout en tenant compte du comportement antérieur²⁹. Une³⁰ autre étude indique que les vendeurs à découvert peuvent même être des fournisseurs de liquidités lorsque les écarts sont particulièrement importants, en constituant une « force stabilisatrice sur le marché boursier³¹. »

22 ICSF, *Principes pour le prêt de titres durable*, mars 2020.

23 OICV, *Réglementation des ventes à découvert*, Rapport final, juin 2009.

24 Daouk H. et Charoenrook A., *A Study of Market-Wide Short Selling Restrictions*, document de travail, Cornell University, 2005.

25 Saffi P. A. et Sigurdsson K., *Price efficiency and short selling*, The Review of Financial Studies, Université de Cambridge, 2010.

26 Bris A., Goetzmann W.N. et Zhu N., *Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World*, The Journal of Finance, 2007.

27 Boehmer E. et Wu J., *Short Selling and the Price Discovery Process*, The Review of Financial Studies, Oxford University, 2012.

28 Beber A. et Pagano M., *Short-Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis*, Journal of Finance, février 2013.

29 Boehmer E., Jones C.M. et Zhang X., *Shackling Short Sellers: L'interdiction de la vente à découvert en 2008*, The Review of Financial Studies, 2013.

30 Marsh I. et Payne R., *Banning Short Sales and Market Quality: The UK's Experience*, Journal of Banking & Finance, 2012

31 Commerton-Forde C., Jones C.M. et Putnins T.J., *Shorting at Close Range : A Tale of Two Types*, Journal of Financial Economics, 2016.

Par ailleurs, la Federal Reserve Bank of New York a constaté que la vente à découvert ne fait pas automatiquement baisser le prix des actifs, mais qu'en revanche, la restriction des prêts de titres et de la vente à découvert pourrait clairement entraîner une réduction de la liquidité et une augmentation des coûts de transaction pour les investisseurs³².³³ Selon ces documents universitaires, le prêt de titres et la vente à découvert contribuent à créer des marchés efficaces en intégrant plus rapidement les informations négatives dans les prix du marché, ce qui permet d'éviter les bulles de prix perturbatrices.

En conclusion, les documents de travail issus des milieux universitaires et industriels du monde entier démontrent que le prêt de titres renforce l'efficacité et la viabilité du marché. Ces sources soutiennent l'argument selon lequel l'absence de prêt de titres nuit à la qualité du marché et que son utilisation contribue fortement à renforcer le processus de découverte des prix, à améliorer la liquidité du marché et à réduire les écarts. Ainsi, selon ces perspectives, le **prêt de titres améliore l'efficacité des marchés financiers**. La section suivante examine comment le prêt de titres peut jouer un rôle important en participant à la transition vers une économie plus responsable.



32 Banque de la Réserve fédérale de New York, *Market Declines : Is Banning Short Selling the Solution ?* Staff Report n.518, septembre 2011.

33 Comité européen du risque systémique, Beber A., Fabbri D., Pagano M. et Simonelli S., *Short selling bans and bank stability*, janvier 2018, mis à jour en décembre 2020.



4. Les défis des pratiques de prêt de titres dans les stratégies d'investissement responsable

A. Aperçu du paysage de l'investissement responsable

Le concept d'investissement responsable et durable est passé de l'ombre à la lumière au cours des dix dernières années³⁴. La³⁵ gestion des questions environnementales, sociales et de gouvernance est désormais importante pour les gestionnaires de fonds, car elle est de plus en plus liée à une surperformance significative³⁶ et les réglementations ESG sont de plus en plus contraignantes^{37, 38}.

Pendant ce temps, avec l'intérêt international accru pour les approches d'investissement responsable, les régulateurs et les parties prenantes du secteur ont été étroitement impliqués dans le sujet. Par exemple, les Principes pour l'investissement responsable des Nations unies (UNPRI ou PRI) « ont accueilli plus de cinq cents nouveaux signataires du monde entier au cours des douze mois précédant août 2019, dont soixante-neuf nouveaux propriétaires d'actifs ». Les³⁹ six PRI sont un ensemble de principes d'investissement volontaires et aspirationnels qui offrent un menu d'actions possibles pour intégrer les questions ESG dans les pratiques d'investissement⁴⁰.

Alors que l'ensemble du secteur de la gestion d'actifs et les investisseurs se concentrent de plus en plus sur l'investissement responsable et la durabilité, le prêt de titres fait également l'objet d'un examen attentif. La raison en est que le prêt de titres peut être perçu comme étant incompatible avec les investissements ESG. En fait, la question fondamentale soulevée ici **est de savoir dans quelle mesure le prêt de titres a un impact sur la durabilité à long terme et l'engagement des actionnaires.**

La question fondamentale soulevée ici est de savoir dans quelle mesure le prêt de titres a un impact sur la durabilité à long terme et l'engagement des actionnaires.

34 Cherry Reynard, Global Investor Group, *Faire progresser la conversation sur l'ESG et les prêts de titres*, article, 7 juin 2019.

35 McKinsey & Company, *The ESG premium: New perspectives on value and performance*, février 2020.

36 Siobhan Riding, Financial Times, *Majority of ESG funds outperform wider market over 10 years*, juin 2020.

37 GSIA, *Revue mondiale de l'investissement durable 2018*, Analyse, avril 2019.

38 Bloomberg Intelligence, *ESG assets may hit \$53 trillion by 2025, a third of global AUM*, Research and Analysis, 23 février 2021.

39 Louise Fordham, Global Investor Group, *Prêt de titres et finance durable: Addressing misconceptions*, article, 28 janvier 2020.

40 Principes pour l'investissement responsable, UNPRI, site Web.

Avec le fort intérêt des investisseurs pour la thématique ESG, le sujet de la coexistence du prêt de titres avec les pratiques d'investissement responsable a récemment fait la une des journaux.

À titre de comparaison,⁴¹ sur soixante et onze fonds responsables⁴² analysés gérés par vingt-cinq grands gestionnaires d'actifs, 90 % d'entre eux autorisent le prêt de titres pour leurs fonds (selon les prospectus) sur tout ou partie du périmètre. Cependant, lorsque le prospectus autorise le prêt de titres, seuls 61 % d'entre eux semblent avoir réellement utilisé le prêt de titres en 2020 selon le rapport annuel des fonds. La plupart du temps, ces gestionnaires d'actifs définissent pour leur activité de prêt de titres : (i) un montant maximum, c'est-à-dire que le prêt de titres ne peut pas dépasser un poids spécifique de l'actif net du portefeuille et (ii) un nombre maximum de jours pour le contrat de prêt (sans préciser de normes quantitatives).

De plus, selon l'enquête EY & Pasla sur l'ESG dans le prêt de titres, 89 % des répondants à l'étude ont déclaré que le prêt de titres pouvait être compatible avec les principes ESG si certaines mesures étaient mises en place. Stuart Jones, président de Pasla, précise que : « Il y a trois sujets centraux qui reviennent normalement : le vote par procuration, les garanties et la transparence. » Il a ajouté : « Il s'agit de savoir si et comment les propriétaires d'actifs doivent se faire restituer leurs actions pour pouvoir voter aux assemblées générales, quelles garanties leur ont été données en échange des actions – au cas où celles-ci ne répondraient pas aux exigences ESG des propriétaires d'actifs – et si les emprunteurs d'actions peuvent les prêter à nouveau sans en informer le propriétaire⁴³. »

De même, Nicolas J. Firzli, le directeur général du World Pensions Council (WPC), l'association internationale des fonds de pension basée à Paris, affirme : « Pour beaucoup, la durabilité (gestion fiduciaire à long terme) et le prêt de titres (une activité à court terme par conception) semblent incompatibles à l'ère du capitalisme fiduciaire », mais ils ne doivent pas l'être. S'il est effectué correctement, le prêt de titres peut en fait donner du pouvoir aux

investisseurs des fonds de pension, en leur permettant de contrôler plus efficacement les paramètres ESG et fiscaux clés dans la chaîne de propriété – notamment les droits de vote à l'assemblée générale annuelle (AGA), pierre angulaire de la gouvernance d'entreprise, et l'atténuation moderne des risques (gestion des garanties, transparence)⁴⁴. »

Avec le fort intérêt des investisseurs pour la thématique ESG, le sujet de la coexistence du prêt de titres avec les pratiques d'investissement responsable a récemment fait la une des journaux. La vision simpliste d'une incompatibilité entre le prêt de titres et la thématique ESG est naturellement apparue. Cependant, Andrew Dyson, le CEO de l'ISLA, croit fermement qu'« un programme de prêt de titres bien mené et géré de manière prudente peut heureusement fonctionner parallèlement à un mandat d'investissement ESG ». Le sujet étant d'une actualité brûlante, la Risk Management Association (RMA) a voulu enquêter sur l'intersection entre le prêt de titres et les principes ESG. C'est pourquoi elle a récemment publié une enquête sur cette question intitulée *Complementary, not conflicting: Securities lending and ESG investing coexist* réalisée en octobre 2020. Après avoir mené des entretiens avec des investisseurs institutionnels et interrogé quarante-quatre institutions, la RMA a constaté que la grande majorité (95 %) estimait que les activités de prêt de titres pouvaient « coexister avec les principes environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG)⁴⁵. »

Il existe donc une volonté mondiale de prendre le sujet au sérieux. Ainsi, les défis concernant le rôle des prêts de titres dans le contexte de l'investissement responsable doivent être vus à travers une lentille durable. L'évolution vers un paysage d'investissement plus responsable et le changement de sentiment des investisseurs indiquent que les marchés de prêt de titres doivent répondre à ces tendances en développant des solutions

41 Les fonds labellisés ISR ou classés comme fonds SFDR art. 8.

42 Vous trouverez en annexe 3 toutes les informations concernant cette analyse et notamment la liste des fonds analysés.

43 EY & Pasla, ESG in securities lending, avril 2020.

44 Louise Fordham, Global Investor Group, Prêt de titres et finance durable : Addressing misconceptions, article, 28 janvier 2020.

45 RMA, Complementary, not conflicting : Le prêt de titres et l'investissement ESG coexistent, livre blanc, 8 octobre 2020.

créatives, opportunes et perturbatrices pour soutenir leur mise en œuvre. La clé réside ici dans la capacité à exécuter efficacement le programme de prêt sans sacrifier la mise en œuvre des politiques ESG.

B. Conditions d'utilisation dans l'environnement actuel

L'intérêt croissant pour la finance durable a donné lieu à une grande variété de terminologies et de pratiques dans le secteur, ce qui a souvent rendu les caractéristiques d'un produit financier difficiles à lire et à comprendre. C'est pourquoi neuf labels ISR ont été lancés au cours de la dernière décennie afin de préciser ces caractéristiques et de clarifier l'offre importante de produits durables. Aujourd'hui, les labels ont été attribués à plus de huit cents fonds européens sur un marché regroupant près de soixante mille fonds⁴⁶. Les labels visent à offrir une base de référence aux praticiens de l'investissement responsable.

Alors que les codes de transparence Eurosif offrent une explication détaillée de la manière dont les indicateurs ESG sont utilisés pour gérer un fonds, les labels ISR constituent la base pour examiner et évaluer la cohérence, la sincérité et la fiabilité des fonds en devenir. L'Autorité des marchés financiers (AMF), qui est le régulateur des marchés boursiers en France, a expliqué : « Le label ISR, quant à lui, a pour objectif de valoriser la gestion ISR auprès des épargnants, et au niveau européen. Il assure aux investisseurs qu'un fonds a bien développé une méthodologie d'évaluation ESG des émetteurs et intègre ces critères dans sa politique d'investissement⁴⁷. » Alors que de plus en plus de labels ont émergé en Europe ces dernières années en adoptant une grande variété d'approches, cette analyse examinera comment ils traitent la question de la pratique du prêt de titres.

Tout d'abord, le *Label ISR français* – lancé par le ministère des Finances en 2016 et révisé en juillet 2020 – précise les conditions à respecter en cas de prêt de titres, en prévoyant que le fonds : « (i) rapatrie les titres prêtés afin d'exercer les droits de vote, sauf impossibilité matérielle ; (ii) précise si les règles de sélection des contreparties incluent des critères ESG⁴⁸. » **Ainsi, l'analyse des critères du label montre que l'activité de prêt de titres est compatible avec un engagement dans une démarche d'investissement responsable sous certaines conditions.**

Par ailleurs, le *Label belge Towards Sustainability* – créé par l'Organisation belge Febelfin en 2019⁴⁹ – a récemment été revu afin d'intégrer les nouveaux développements du marché tels que la thématique du prêt de titres. Le texte officiel (appelé Norme de qualité) mis à jour et publié en mai 2021 couvre désormais la thématique du prêt de titres et précise que : « (i) Le recours au prêt de titres n'exclut pas l'engagement lorsqu'il est choisi comme stratégie de durabilité ou lorsqu'il est requis par la Norme de qualité (NQ). Cela signifie que le prêteur doit reprendre le contrôle des titres pour exercer ses droits de vote en tant que propriétaire réel. Emprunter des titres dans le but de les utiliser pour exercer des droits de vote en tant qu'emprunteur n'est pas accepté. Ainsi, les prêteurs doivent avoir la possibilité de rappeler et/ou de restreindre les titres pendant une certaine période au cours du programme de prêt. (ii) Le prêteur doit avoir un dialogue avec le dépositaire sur l'intégration éventuelle de considérations de durabilité dans les critères de prêt de titres. (iii) Le prêteur doit, dans la mesure du possible, s'assurer et contrôler que les titres ne sont pas utilisés contrairement à ses propres politiques ESG et aux principes du SQ. Le prêteur doit avoir mis en place des procédures crédibles pour gérer les conflits potentiels⁵⁰. »

Le Label ISR français précise les conditions à respecter en cas de prêt de titres.

46 Novethic et Caisse des dépôts, *Aperçu des labels européens de la finance durable*, janvier 2020.

47 AMF, *Rapport sur l'investissement socialement responsable dans les organismes de placement collectif*, décembre 2017.

48 *Label SRI, France, Cadre de référence*, juillet 2020.

49 Febelfin, *Vers un label de durabilité, une norme de qualité pour les produits financiers durables et socialement responsables*, février 2019.

50 Febelfin, *Label Towards Sustainability, Critères finaux révisés de la norme de qualité Towards Sustainability*, mai 2021.

Par conséquent, selon le label belge, le prêt de titres est une pratique de marché acceptable, mais qui nécessite une intendance des actionnaires, un engagement et une supervision étroite. La direction du fonds doit pouvoir exercer les droits de vote et surveiller l'identité et les motivations de l'emprunteur pour s'assurer qu'elles sont conformes à la stratégie ESG du fonds⁵¹.

Enfin, le *Label allemand FNG-Siegel*⁵² – lancé en 2015 qui a également été adopté par la Suisse et l'Autriche – ainsi que les *Labels luxembourgeois LuxFLAG*⁵³ – créés par l'Agence luxembourgeoise de labellisation des fonds et lancés de 2011 à 2016 (Labels Environnement, ESG et Climate Finance) – **ne précisent rien sur les prêts de titres dans leur documentation et leurs critères.**

En résumé, le prêt de titres n'est pas interdit par les labels ISR européens. Ce type de transaction peut donc être utilisé dans des stratégies d'investissement responsable, si les investisseurs respectent les conditions exposées dans la documentation de référence des labels. Ces lignes directrices devraient aider les gestionnaires d'actifs à développer les meilleurs principes ESG dans chaque processus de leurs programmes de prêt.

Les critères divergents pour évaluer la qualité des approches d'investissement responsable exposés par la variété des labels ISR en Europe rendent difficile pour les gestionnaires d'actifs d'appliquer les normes de labels de fonds multiples et pour les investisseurs cela crée des malentendus et complique la comparaison entre les fonds. Ce problème devrait être résolu grâce à la Commission européenne et à son groupe

d'experts de haut niveau (HLEG) sur la finance durable, qui a créé le *règlement sur la taxonomie européenne* pour l'atténuation du changement climatique, officiellement publié en juin 2020. En effet, la Taxonomie de l'UE est un nouveau règlement dans le cadre du *Plan d'action de l'UE pour la finance durable* qui vise à fournir une compréhension commune, harmonisée et un système de classification techniquement robuste sur les activités commerciales considérées comme écologiquement durables afin de définir clairement ce qui constitue réellement des « activités vertes⁵⁴ ». Le règlement exige des gestionnaires d'actifs qu'ils publient les proportions de leurs « ratios d'actifs verts » conformes à la taxonomie dans des fonds ayant des objectifs et des caractéristiques de durabilité⁵⁵. À terme, il devrait réorienter les flux de capitaux vers des activités économiques à faibles émissions qui contribueront à décarboniser l'économie. Dans ce contexte, le règlement sur la taxonomie de l'UE devrait être utilisé comme un « instrument de suivi climatique dans le NGEU et le CFP pour aligner les fonds de l'UE, et les investissements de relance, sur les objectifs de l'accord de Paris et pour réaliser le Green Deal de l'UE⁵⁶ ». En effet, l'UE espère atteindre ses objectifs climatiques de 2030 et l'objectif ultime de zéro émission nette de gaz à effet de serre d'ici 2050. Comme la taxonomie de l'UE définit les critères minimaux auxquels les activités économiques doivent se conformer pour être considérées comme écologiquement durables, elle est fortement considérée par les acteurs du marché comme un outil essentiel qui aidera les émetteurs, les promoteurs de projets, les investisseurs et les autres acteurs du marché financier à identifier les activités économiques durables, habilitantes et transitoires.

La taxonomie de l'UE est la pierre angulaire de multiples règlements ayant un impact sur les rapports des entreprises, la divulgation, l'émission d'obligations, les labels, les règles d'engagement et les critères de référence. Les fonds sont fortement impactés par une nouvelle réglementation qui utilise les définitions de la taxonomie de l'UE : le *règlement sur les informations financières durables* (SFDR), qui est le premier plan d'action de l'UE pour la réglementation de la croissance durable, applicable à partir du 10 mars 2021. L'objectif du SFDR est présenté dans l'article 1 : « Le présent règlement établit des règles harmonisées pour les acteurs des marchés financiers et les conseillers financiers en matière de transparence en ce qui concerne l'intégration des risques liés à la durabilité et la prise en compte des impacts négatifs sur la durabilité dans leurs processus et la fourniture d'informations liées à la durabilité en ce qui concerne les produits financiers⁵⁷. » Le règlement contribuera à « réduire les asymétries d'information dans les relations mandant-mandataire en ce qui concerne l'intégration des risques liés à la durabilité, la prise en compte des impacts négatifs sur la durabilité, la promotion des caractéristiques environnementales ou sociales et l'investissement durable ». Selon l'AMF^{58, 59}, les sociétés de gestion ont la responsabilité « d'identifier les produits relevant des articles 8 et 9 du RGPD et d'appliquer les obligations de transparence correspondantes prévues par le règlement^{60, 61}. »

Aujourd'hui, la législation SFDR ne fournit aucune information spécifique concernant l'activité de prêt de titres.

Selon un article récent sur la question intitulé SFDR : *uncertainty lingers as deadline looms* publié en mars 2021, « les parties prenantes du secteur attendent maintenant la réponse à une lettre envoyée par

51 Vous trouverez en annexes 1 et 2 des extraits du label ISR français et de Febelfin sur les prêts de titres.

52 Label FNG-Siegel, *Règlement intérieur 2020 pour les fonds d'investissement durables*, mars 2020.

53 LuxFLAG, *labels environnement, ESG et finance climatique, critères d'éligibilité*, 2021.

54 Commission européenne, *Taxonomie européenne pour les activités durables, Ce que fait l'UE pour créer un système de classification des activités durables à l'échelle de l'UE*, 2020.

55 Groupe d'experts techniques de l'UE sur la finance durable, *Taxonomie : Rapport final du groupe d'experts techniques sur la finance durable*, mars 2020.

56 Sweatman P. et Hassenius M., Climate Strategy et Climate & Company, *Applying the EU Taxonomy : Lessons from the Front Line*, 2020.



plusieurs autorités de l'UE à la Commission de l'UE demandant une clarification de la terminologie clé qui définit les activités relevant des règles de divulgation de niveau un du SFDR, ce qui dictera en grande partie si les programmes de prêt entrent dans le champ d'application des exigences de divulgation ». En outre, l'article souligne que pour les acteurs du marché du prêt de titres, l'ambiguïté porte sur les critères de l'article 8 de la SFDR, qui est créé pour améliorer la transparence sur les produits « promouvant des caractéristiques environnementales ou sociales » dans les divulgations précontractuelles. L'ISLA et d'autres acteurs du marché du prêt de titres attendent des éclaircissements détaillés sur le champ d'application du règlement pour voir si « le prêt de titres entre dans l'orbite de la SFDR⁶² ».

En outre, MiFID II s'est avérée précieuse pour les investisseurs finaux qui bénéficient d'améliorations significatives en matière d'information, de transparence des prix et d'exécution des transactions. MiFID II vise à renforcer les règles relatives aux marchés des valeurs mobilières en : « (i) garantissant que la négociation organisée a lieu sur des plateformes réglementées, (ii) introduisant des règles sur la négociation algorithmique et à haute fréquence, (iii) améliorant la transparence et la surveillance des marchés financiers – y compris les marchés dérivés – et en remédiant à certaines lacunes sur les marchés dérivés de matières premières ; (iv) renforçant la protection des investisseurs et améliorant les règles de conduite ainsi que les conditions de concurrence dans la négociation et la compensation des instruments financiers⁶³. » L'activité de prêt de titres est considérée comme faisant partie du champ d'application de MiFID II et doit également respecter les exigences de la législation.

57 SFDR, Texte officiel, *Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 concernant les informations relatives à la durabilité dans le secteur des services financiers.*

58 EY, *SFDR : Mars 2021 et au-delà*, Rapport, 2020.

59 Sweatman P. et Hassenius M., *Climate Strategy et Climate & Company, Applying the EU Taxonomy : Lessons from the Front Line*, 2020.

60 AMF, *Mise en œuvre de la réglementation SFDR pour les sociétés de gestion de portefeuille à compter du 10 mars 2021*, janvier 2021.

61 Deloitte, *Sustainable Finance Disclosure Regulation : Is the financial industry ready for the Big One ? un aperçu international*, 2020.

62 Pugh A., *Securities Finance Times, SFDR : uncertainty lingers as deadline looms*, mars 2021.

63 Commission européenne, *Services d'investissement et marchés réglementés, Directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID)*.

En ce qui concerne le prêt de titres et les assemblées générales, trois sujets doivent être couverts : emprunter pour voter, le vote par procuration et les intentions de l'emprunteur durant cette période.

En vertu de la directive MiFID II, le prêt de titres ne doit pas seulement permettre la meilleure exécution, mais aussi la divulgation de l'activité aux clients sous-jacents en mettant l'accent sur les risques associés. L'activité de prêt de titres devrait contribuer à une meilleure protection des investisseurs et à une plus grande transparence dans le cadre d'une action commune de l'ensemble du secteur financier⁶⁴.

C. Bonnes pratiques potentielles : gérance, engagement des actionnaires et transparence

Comme le mentionnent les critères des labels, l'un des sujets de préoccupation les plus évidents pour les propriétaires d'actifs qui souhaitent s'engager dans le prêt de titres tout en développant des valeurs d'investissement responsable est la question des droits de vote. L'engagement des actionnaires est considéré par les acteurs du marché comme un outil crucial pour conduire à une plus grande création de valeur à long terme et pour créer une base commerciale plus solide et plus durable. Lorsqu'un titre est prêté, les droits de vote et les droits tels que les dividendes ou les coupons associés au titre sont transférés à l'emprunteur. En ce qui concerne le vote et le prêt de titres, il y a donc trois domaines de discussion à couvrir : emprunter pour voter, le vote par procuration et les intentions de l'emprunteur.

Tout d'abord, les acteurs du marché considèrent souvent que le transfert des droits de vote du prêteur à l'emprunteur est une question sensible, car ils craignent une éventuelle manipulation des votes. Par exemple, pour se constituer une position de vote importante, les fonds spéculatifs ou d'autres investisseurs activistes pourraient emprunter des actions immédiatement avant un vote prévu et les rembourser immédiatement après. Cette pratique – appelée « vote vide » – est généralement condamnée, même si, dans les faits, elle se poursuit car elle n'est pas juridiquement contraignante. Le code du marché monétaire de la Banque d'Angleterre affirme : « Les titres ne doivent pas être empruntés dans le seul but d'exercer des droits de vote. » Un cas récent de manipulation de vote a eu lieu en 2018 lorsque le fonds spéculatif Oasis a emprunté des actions sur Premier Foods afin de voter contre le P-DG de l'entreprise⁶⁵. Le Conseil de l'ISLA pour la finance durable (ICSF) souligne dans ses Principes de prêt de titres durables (PSSL) que « l'emprunt de titres dans le but de les utiliser pour leurs droits de vote n'est pas une pratique de marché acceptable⁶⁶ ». La pratique du vote à vide a soulevé d'importantes questions de gouvernance d'entreprise. Les auteurs Hu et Black ont enquêté sur ce sujet dans un document de recherche universitaire publié en 2006, ils ont mis en lumière les cas préjudiciables des motivations néfastes des investisseurs et la naissance du modèle de « vote vide⁶⁷ ».

Le risque de manipulation des votes peut être atténué en adoptant des mesures prudentes et en établissant un processus de prêt de titres afin de protéger les droits de vote. Le maintien du droit de rappeler et de restreindre tout titre à tout moment garantit que les propriétaires d'actifs s'engagent toujours dans les réunions d'actionnaires, en particulier avant les AG clés. Selon l'article universitaire rédigé par Aggarwal, Saffi et Sturgess publié en 2015, les investisseurs institutionnels qui mettent

64 MiFID II, texte officiel, directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.

65 BlackRock, *Securities lending viewed through the Sustainability lens*, Policy Spotlight, février 2020.

66 Conseil de l'ISLA pour la finance durable (ICSF), *Principes pour le prêt de titres durables (PSSL)*, mars 2020.

67 Hu H. et Black B., *Empty Voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, Université du Texas, 2006.

normalement leurs titres à disposition pour le prêt restreignent souvent l'offre de prêt et/ou rappellent les actions prêtées avant la date d'enregistrement de la procuration pour exercer les droits de vote. Leurs recherches ont montré que « les institutions accordent de l'importance à leur vote et utilisent le processus de procuration pour affecter la gouvernance d'entreprise⁶⁸. ».

Ce sujet est couvert par les directives réglementaires actuelles telles que le guide de l'UNPRI sur le prêt de titres, le code et les principes de bonne gestion de l'EFAMA, le Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA) ou la directive européenne sur les droits des actionnaires (directive II). *Le guide de l'UNPRI sur le prêt de titres* recommande aux entreprises de décrire leur approche et de préciser si ou quand les actions sont rappelées pour le vote et propose d'inclure une explication précise des raisons pour lesquelles une organisation a décidé de ne pas prêter ses actions⁶⁹. L'accord juridique standard pour les prêts en dehors des États-Unis, appelé *Global Master Securities Lending Agreement 2010* (GMSLA), « interdit aux investisseurs d'emprunter des actions dans le but principal de voter, au moyen d'une garantie standard des emprunteurs⁷⁰. » De même, le rapport *Guidance on Securities Lending* de l'International Corporate Governance Network explique : « Les investisseurs doivent avoir une politique claire en matière de prêt, notamment dans la mesure où elle implique le vote et/ou le refus de prêter dans certaines circonstances. Une politique de prêt devrait énoncer clairement, entre autres, la politique du prêteur en ce qui concerne le rappel des actions prêtées dans le but de les voter. Tous les prêts effectués par l'institution, ou en son nom, devraient être poursuivis conformément à cette politique déclarée⁷¹. »

Le vote par procuration étant considéré par les acteurs du marché comme un élément essentiel de l'engagement des actionnaires et un moyen direct de s'engager auprès des

entreprises, il est essentiel de mettre en œuvre un programme de prêt qui tienne compte des principes de l'investissement responsable à chaque étape du processus. Les propriétaires d'actifs doivent alors trouver un équilibre entre le vote, en suivant l'étape consistant à restreindre une position ou à rappeler les titres prêtés avant les dates d'enregistrement des procurations, et le maintien des actions en prêt afin de générer des rendements supplémentaires.

Un autre axe de recherche pour rendre le prêt de titres plus compatible ESG consiste également à améliorer la transparence. Adoptée en septembre 2020, la directive sur les droits des actionnaires II (SRD II) qui fait partie du *plan d'action sur le gouvernement d'entreprise 2012 de la Commission européenne* vise à promouvoir la longévité et la stabilité des marchés financiers de l'UE. SRD II propose des orientations sur la manière d'améliorer « la capacité des actionnaires à exercer leurs droits sur plusieurs marchés, tout en utilisant la technologie pour améliorer la communication entre les entreprises, les intermédiaires et les actionnaires ». La transparence est essentielle pour les investisseurs finaux : les gestionnaires d'actifs devraient leur donner accès aux prêts de titres des fonds et les laisser décider s'ils sont prêts à investir dans un fonds qui a recours à de telles pratiques. C'est l'état d'esprit promu par Eurosif. Afin de promouvoir une vision à long terme et la transparence, Eurosif a créé en mai 2008 le Code européen de transparence de l'ISR qui vise à améliorer la responsabilité et la clarté des pratiques ISR pour les investisseurs européens. Les gestionnaires d'actifs signataires du code sont encouragés à faire preuve d'ouverture et d'honnêteté et à divulguer des informations appropriées, précises et opportunes afin de permettre aux actionnaires de comprendre en profondeur les politiques et les pratiques du fonds ISR⁷².

La transparence est un sujet central lorsqu'on étudie la compatibilité entre le prêt de titres et l'investissement responsable.

68 Aggarwal R., Saffi P. et Sturgess J., *Le Rôle des investisseurs institutionnels dans le vote : Evidence from the Securities Lending Market*, mai 2015.

69 UNPRI, *Guide sur les prêts de titres, Développer une politique de propriété active*, 27 février 2018.

70 RMA, *Complémentaire, pas conflictuel : Le prêt de titres et l'investissement ESG coexistent*, livre blanc, 8 octobre 2020.

71 ICGN, *Code de bonnes pratiques en matière de prêt de titres*, 2007.

72 Eurosif, *Introduction au Code européen de transparence des ISR*, mai 2008.



5. Bonnes pratiques/ meilleures initiatives fournies par les acteurs du marché

Comme le montre la littérature académique, l'objectif de l'utilisation du prêt de titres est d'optimiser les positions dans les portefeuilles d'actifs et de contribuer à fournir une source supplémentaire de performance par la génération de revenus tout en gérant les risques associés. Par conséquent, afin de rendre compatibles le prêt de titres et l'investissement responsable, certains acteurs du marché ont mis en place plusieurs initiatives, telles que :

i. Stewardship and Engagement : la protection des droits de vote est intégrée dans le processus de prêt de titres afin de respecter l'approche d'investissement responsable de chaque société de gestion. Ainsi, les prêts de titres sont conçus pour être callable. Les actions prêtées peuvent être rappelées à tout moment dans un délai de vingt-quatre à quarante-huit heures. Cela permet au portefeuille responsable de rappeler ou de restreindre les prêts sur des titres particuliers afin de s'assurer que les actionnaires peuvent voter lors des AG. Cette solution implique de surveiller les dates d'enregistrement et les AGA afin de garantir que les titres soient restitués à temps pour le vote. En outre, il pourrait être pertinent et rassurant de publier une *politique fiscale* équitable concernant l'activité et les opérations de prêt de titres en Europe. Par exemple, une telle politique pourrait stipuler que les titres ne peuvent être empruntés pour une période inférieure à quarante-cinq jours en France. Elle pourrait également empêcher les contreparties d'emprunter uniquement pour des dividendes.

ii. Sélection des contreparties : connaître et comprendre l'identité, la nature et l'objectif de l'emprunteur est une étape importante dans une opération de prêt de titres afin de réduire le risque d'un opérateur malhonnête ou d'une contrepartie contraire à l'éthique. Pour relever ce défi, certains acteurs du marché ont mis au point de puissants outils d'atténuation des risques afin de rendre cette pratique efficace et peu risquée. Tout d'abord, ils pourraient développer un système de notation interne des contreparties pour s'assurer qu'elles répondent à certains critères éthiques/responsables, comme l'exige une approche d'investissement responsable. Ainsi, les contreparties pourraient être soigneusement sélectionnées selon un processus interne précis qui, par exemple, prend en compte le score annuel des contreparties (potentiellement inclus dans le processus de meilleure sélection, par exemple).

iii. Responsabilité durable : certains acteurs du marché ont créé un questionnaire détaillé envoyé aux contreparties afin de comprendre et d'évaluer les approches des courtiers et des contreparties pour intégrer les considérations ESG et de développement durable dans leurs pratiques. Ainsi, une telle diligence raisonnable permet d'organiser correctement les opérations de prêt de titres en garantissant la qualité et le profil éthique des contreparties et en examinant de manière approfondie les garanties reçues.

Afin de rendre compatibles le prêt de titres et l'investissement responsable, certains acteurs du marché ont mis en place plusieurs initiatives.

iv. Transparence : il semble crucial pour les acteurs du marché de garantir la traçabilité des flux commerciaux et d'assurer la fluidité de la circulation des informations pendant l'opération de prêt de titres (notamment pour les gestionnaires de fonds responsables). C'est pourquoi certains acteurs du marché ont mis en place des systèmes permettant aux parties prenantes (c'est-à-dire les gestionnaires de fonds) d'avoir une information transparente sur les opérations de prêt de titres initiées avec une vue en temps réel des transactions (par exemple, actif prêté, à quel niveau, le niveau Markit correspondant, etc.).

v. Écosystème sécurisé : les acteurs du marché ont mis en place un cadre juridique et de conformité solide afin de minimiser les risques de leurs opérations de prêt de titres. La transaction de prêt de titres est généralement documentée à l'aide d'un document standard négocié. Deux principaux contrats juridiques standards régissent le secteur international du prêt et de la pension de titres afin de sécuriser les transactions qu'il effectue sur les marchés du prêt et de la pension de titres : *le Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA)*⁷³ et *le Global Master Repurchase Agreement (GMRA)*⁷⁴. L'utilisation de contrats sécurisés et standardisés est cruciale pour minimiser les risques juridiques dans les transactions de repo et de prêt de titres et pour définir clairement les droits et obligations des contreparties pendant la durée de la transaction et en cas de problème tel que le défaut de paiement de l'une des parties. Comme mentionné ci-dessus, des procédures spécifiques pourraient être développées pour clarifier le processus à suivre concernant, par exemple, les exigences de MiFID II sur la meilleure exécution et la meilleure sélection.



73 ISLA, Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA), Contrat type GMSLA, 2010.

74 ICMA, Global Master Repurchase Agreement (GMRA), GMRA Standard Agreement, 2011.

6. Conclusion

Comme le montrent l'examen approfondi de la littérature et les preuves empiriques recueillies, le prêt de titres améliore l'efficacité du marché en renforçant la liquidité et le mécanisme de découverte des prix. Une vue d'ensemble des études universitaires montre que les restrictions sur le prêt de titres peuvent entraîner une volatilité accrue et une surévaluation des prix. Par conséquent, le prêt de titres réduit les écarts de prix, stimule la liquidité du marché et réduit la volatilité. Par conséquent, le prêt de titres contribue à la stabilité du marché et donc à l'efficacité globale des marchés de capitaux.

La littérature indique que le prêt de titres semble être une activité de marché mature et robuste qui a résisté à des événements macroéconomiques tels que les chocs de crédit, la crise des obligations souveraines et plus récemment la pandémie de Covid-19. En outre, le prêt de titres est aujourd'hui hautement réglementé et transparent et continuera de l'être avec les futures réglementations telles que la SFDR. La conception de marchés de prêt de titres résilients implique la contribution de toutes les parties prenantes, des prêteurs aux intermédiaires en passant par les régulateurs. Au niveau macroéconomique, l'interdiction du prêt de titres pourrait être préjudiciable à la stabilité des marchés.

Sur la base de la littérature académique, des études publiques et compte tenu des exigences fournies par les labels ou la réglementation, le prêt de titres et l'investissement responsable peuvent être compatibles et se développer en harmonie sous réserve de la mise en place de certaines bonnes pratiques. Comme le montre l'analyse ci-dessus, le prêt de titres et l'investissement responsable peuvent se compléter lorsque les programmes de prêt de titres sont conçus pour intégrer des considérations durables, avec des processus et des contrôles spécifiques en place. Par exemple, lorsque les activités de prêt de titres sont conçues de manière appropriée : en développant une voie de durabilité pour le prêt de titres – avec un engagement fort dans la transparence et le long terme – tout en assurant la protection des investisseurs finaux.

En conclusion, les normes du label n'interdisent pas le recours aux prêts de titres s'ils sont réalisés dans le respect des critères requis (c'est-à-dire ne pas empêcher les droits de vote). Ainsi, certains acteurs du marché sécurisent cette activité en mettant en place de bonnes pratiques pour assurer le respect des normes de l'investissement responsable.

Le prêt de titres et l'investissement responsable peuvent être compatibles et se développer en harmonie sous réserve de la mise en place de certaines bonnes pratiques.



7. Annexes

Annexe 1

Extraits du Label ISR français, cadre de référence, publié le 23 juillet 2020

Critère 3.2 (pages 11 et 12) :

- « b) Si le fonds pratique le prêt/emprunt de titres, il :
 - i. Rapatrie les titres afin d'exercer les droits de vote, sauf impossibilité matérielle ;
 - ii. Précise si les règles de sélection des contreparties intègrent des critères ESG.
- c) Le fonds ne peut détenir de position courte sur un actif sélectionné comme ESG suivant sa propre méthode de sélection ESG des actifs. Une position courte s'entend comme vente à découvert, vente à terme ferme sans détention de l'actif au comptant, achat d'option de vente ou vente d'option d'achat sans détention de l'actif au comptant. Une position courte s'entend aussi comme l'acquisition d'un instrument financier produisant le même effet. En application des critères ci-dessus définis, le fonds respecte les prescriptions définies dans l'annexe 4. »

Annexe 2

Extraits de Febelfin, cadre de référence, publié le 31 mai 2021

2.2 Prêt de titres (page 14)

« Critères

Le recours au prêt de titres n'exclut pas l'engagement lorsqu'il est choisi comme stratégie de durabilité ou lorsqu'il est exigé par le SQ. Cela signifie que le prêteur doit reprendre le contrôle des titres pour exercer ses droits de vote en tant que bénéficiaire effectif. Emprunter des titres dans le but de les utiliser pour exercer des droits de vote en tant qu'emprunteur n'est pas accepté. Ainsi, les prêteurs devraient avoir la possibilité de rappeler et/ou de restreindre les titres pendant une certaine période au cours du programme de prêt.

Le prêteur entretient un dialogue avec le dépositaire sur l'intégration éventuelle de considérations de durabilité dans les critères de prêt de titres.

Le prêteur doit, dans la mesure du possible, s'assurer et contrôler que les titres ne sont pas utilisés de manière contraire à ses propres politiques ESG et aux principes du SQ. Le prêteur doit mettre en place des procédures crédibles pour gérer les conflits potentiels. »

Annexe 3

Exemples de prospectus publiés par des fonds ISR

Sur la base de la documentation publiée (prospectus et rapport annuel), soixante-huit fonds labellisés ISR ou classés art. 8 SFDR gérés par vingt-cinq grands gestionnaires d'actifs ont été examinés.

Liste des fonds analysés (pages suivantes) :

SGP	Fonds
AG2R La Mondiale Gestion d'actifs	Actions ALM Zone Euro ISR
AllianceBernstein	AB American Growth Portfolio
AllianceBernstein	AB Select US Equity Portfolio
AllianceBernstein	AB SICAV I Low Volatility Equity Port
AllianceBernstein	AB SICAV I Stbl Gbl Tmtc Prflio
Allianz GI	Allianz Europe Equity Growth
Allianz GI	Allianz Best Styles Actions US
Amundi	Amundi Fds Euroland Equity
Amundi	Amundi IS Amundi MSCI USA SRI
Amundi	Amundi Fds European Equity Value
Amundi	Amundi Fds Pioneer US Equity Fdmtl Gr
Amundi	Amundi Fds US Pioneer Fund
Amundi	Amundi IS Amundi MSCI Europe SRI
Amundi	Amundi MSCI EMU ESG Leaders Select
Amundi	AMUNDI ACTIONS EUROPE ISR
Amundi	AMUNDI ACTIONS FRANCE ISR
Amundi	AMUNDI VALEURS DURABLES
Amundi	AMUNDI ULTRA SHORT TERM BOND SRI
Aviva Investors	Afer Actions Euro ISR
AXA IM	AXA IM EURO SÉLECTION
AXA IM	AXA EURO VALEURS RESPONSABLES
AXA IM	LABEL EURO-OBLIGATIONS
AXA IM	ACTIONS DU LABEL EUROPE
BNPP AM	BNP Paribas Easy MSCI USA SRI S 5 % Cpd
BNPP AM	BNP PARIBAS EURO VALEURS DURABLES
BNPP AM	BNP PARIBAS AQUA
BNPP AM	AGIPI MONDE DURABLE
BNPP AM	BNP PARIBAS ACTIONS PATRIMOINE RESPONSABLE
CPR AM	Compensation LCL Carbone Action Monde
CPR AM	LCL Compensation Carbone Multistratégie
CPR AM	CPR Euroland ESG
CPR AM	CPR USA ESG
CPR AM	CARAC Actions Euro
CPR AM	CPR Actions France ESG
CPR AM	CPR Invest – Impact social
CPR AM	CPR Invest – L'âge d'argent mondial

SGP	Fonds
CPR AM	L'âge d'argent mondial du CPR
CPR AM	CPR Invest – De la nourriture pour les générations
Eurizon AM	Eurizon Equity USA
Fidelity International	Fonds Fidelity European Growth
Fidelity International	Fonds Fidelity European Dynamic Growth
Fidelity International	Fonds mondial Fidelity
Fundsmith	Fundsmith SICAV – Fonds d'actions Fundsmith
Goldman Sachs	Portefeuille d'actions GS Global CORE
Goldman Sachs	Portefeuille d'actions GS Global Millennials
JP Morgan	JPM US Value Fund
JP Morgan	JPM US Select Equity Fund
JP Morgan	JPM America Equity Fund
JP Morgan	Fonds JPM US Select Equity Plus
JP Morgan	Fonds JPM Global Focus
LBP AM	LBPAM ISR ACTIONS EURO
LBP AM	LBPAM SRI DROITS DE L'HOMME
LBP AM	LBPAM ISR ACTIONS FOCUS EUROPE
LBP AM	LBPAM ISR ACTIONS HORIZON
Lombard Odier	LO Funds Generation Global
Mirova	Fonds mondial d'actions durables Mirova
NN Investment Partners	NN (L) Actions durables mondiales
Nordea	Nordea 2 – Global Sust Enh Eq.
Nordea	Nordea 1 – Fonds d'actions mondiales stables
Ostrum	OSTRUM ISR 12-18 MOIS
RBC Gestion mondiale d'actifs	Fonds d'actions mondiales RBC Fds (Lux)
Robeco	Tendances mondiales de la consommation de Robeco
Schroders	Schroder ISF EURO Equity
State Street GA	State Street World ESG Scrn Idx Eq Fd
UBS	UBS (Lux) FS MSCI World SRI
UBS	UBS (Lux) FS MSCI EMU SRI
Gestion de Wellington	Fonds de croissance de qualité mondiale Wellington
Gestion de Wellington	Fonds d'actions américaines de recherche Wellington

Contacts



Yoan Chazal

Partner, Investment Management Services Leader France

ychazal@deloitte.fr



Servane Pfister

Director, Investment Management Services

spfister@deloitte.fr

Deloitte.

Deloitte fait référence à un ou plusieurs cabinets membres de Deloitte Touche Tohmatsu Limited (« DTTL »), à son réseau mondial de cabinets membres et à leurs entités liées (collectivement dénommés « l'organisation Deloitte »). DTTL (également désigné « Deloitte Global ») et chacun de ses cabinets membres et entités liées sont constitués en entités indépendantes et juridiquement distinctes, qui ne peuvent pas s'engager ou se lier les uns aux autres à l'égard des tiers. DTTL et chacun de ses cabinets membres et entités liées sont uniquement responsables de leurs propres actes et manquements, et aucunement de ceux des autres. DTTL ne fournit aucun service aux clients. Pour en savoir plus, consulter www.deloitte.com/about. En France, Deloitte SAS est le cabinet membre de Deloitte Touche Tohmatsu Limited, et les services professionnels sont rendus par ses filiales et ses affiliés.

Deloitte est l'un des principaux cabinets mondiaux de services en audit et assurance, consulting, financial advisory, risk advisory et tax, et services connexes. Nous collaborons avec quatre entreprises sur cinq du Fortune Global 500® grâce à notre réseau mondial de cabinets membres et d'entités liées (collectivement dénommés « l'organisation Deloitte ») dans plus de 150 pays et territoires. Pour en savoir plus sur la manière dont nos 330 000 professionnels make an impact that matters (agissent pour ce qui compte), consultez www.deloitte.com.

Deloitte France regroupe un ensemble de compétences diversifiées pour répondre aux enjeux de ses clients, de toutes tailles et de tous secteurs. Fort des expertises de ses 7 000 associés et collaborateurs et d'une offre multidisciplinaire, Deloitte France est un acteur de référence. Soucieux d'avoir un impact positif sur notre société, Deloitte a mis en place un plan d'actions ambitieux en matière de développement durable et d'engagement citoyen.

Deloitte
6, place de la Pyramide – 92908 Paris-La Défense Cedex

© 2021 Deloitte Conseil. Une entité du réseau Deloitte
Tous droits réservés – Studio Design France