

Positionner le prêt/emprunt de titres pour l'ère de l'économie durable

Livre blanc de l'ISLA et d'Allen & Overy

Mars 2021

Contenu



Ce PDF contient des éléments qui sont interactifs. Cliquez pour accéder directement à une section.

03

Avant-propos

05

L'importance croissante d'un développement économique durable/ESG

10

Le rôle des prêt/emprunt de titres dans la transition vers une économie durable

13

Optimiser les pratiques du marché pour favoriser la transition

19

Conclusion

21

Contacts





Avant-propos

L'impact de la pandémie en 2020 a incontestablement placé l'activité de prêt/emprunt de titres et la vente à découvert sous un microscope.

La volatilité sans précédent des marchés, qui a entraîné des pertes importantes pour les investisseurs, a conduit les banques centrales à intervenir directement et, en mars 2020, le CBOE VIX (un indice mesurant le niveau de stress du marché sur le S&P 500), a atteint un niveau record, supérieur à celui de la crise financière de 2008.

L'imposition par certains régulateurs européens d'interdictions de vente à découvert dans le but de réduire la volatilité a eu des répercussions sur les marchés, alors qu'au même moment la FCA, au Royaume-Uni, n'a formulé sur le sujet aucune restriction, publiant une déclaration le 23 mars 2020 selon laquelle elle considérait qu'il n'y avait "aucune preuve que la vente à découvert ait été le moteur des récentes baisses du marché". Elle a ajouté que la vente à découvert, facilitée par l'industrie du prêt/emprunt, était "un fondement essentiel de l'apport de liquidité". Quoiqu'il en soit, la montée en flèche du taux d'utilisation des titres prêtés, avec une diminution correspondante de la liquidité du marché, a clairement illustré le rôle vital joué par le secteur dans le maintien d'un marché fluide et stable.

Alors que 2021 devrait être l'année de la reprise économique et que le sujet d'une économie mondiale durable fait l'objet d'une attention considérable, amplifiée par le Covid-19, ce document cherche à explorer la signification réelle d'un développement durable dans le secteur du prêt/emprunt de titres et les moyens par lesquels il peut continuer à fonctionner efficacement, et de manière fluide, en tenant compte des philosophies ESG des investisseurs et des exigences réglementaires.

Alors que l'investissement responsable devient un sujet de plus en plus brûlant, comme en témoignent les propriétaires d'actifs qui montrent un désir accru d'intégrer une éthique environnementale, sociale et de gouvernance dans leurs stratégies d'investissement, et que l'aspiration du public à un mode de vie plus écologique devient de plus en plus évidente, que ce soit en achetant des vêtements de marques durables comme Conscious chez H&M ou en achetant du chocolat et du café issus du commerce équitable, je pense que l'on peut affirmer sans se tromper que le passage vers un avenir plus durable n'est plus seulement à l'horizon mais est désormais clairement en vue.

Les événements extraordinaires de l'année dernière ont modifié les valeurs de la société d'une manière difficile à mesurer, en mettant davantage l'accent sur le "S" dans l'ESG, y compris sur notre façon d'investir. La grave récession économique qui a suivi la pandémie a certainement suscité une tendance à investir en conscience et nous commençons maintenant à voir de plus en plus de financements canalisés vers des fonds durables, qui devraient surperformer le marché en généralⁱⁱ.

Le "E", qui a souvent été considéré comme le cœur du célèbre acronyme, a également bénéficié d'un "coup de pouce" grâce aux effets positifs cumulés de la pandémie, tels que la réduction de la pollution atmosphérique et des émissions de gaz à effet de serre résultant de l'imposition de restrictions sur les voyages, de l'obligation pour la population de rester chez soi et de la fermeture complète des lignes de production de nombreuses usines dans le monde. La nature et la vie sauvage ont repris leurs droits dans des sites touristiques souvent surpeuplés, la qualité de l'eau s'est améliorée et la vie aquatique s'est également (re)développée. Alors que le monde se concentre aujourd'hui, plus que jamais, sur les investissements visant à soutenir une économie résiliente et durable pour les générations futures, il semblerait que ce que beaucoup considéraient comme une mode ou une phase passagère soit en train de s'ancrer dans la culture d'entreprise.

Alors, comment faire en sorte que l'élan considérable qui s'est créé se propage dans le secteur du prêt/emprunt de titres ? Il est compréhensible que, pour les propriétaires d'actifs, le concept de prêt de titres puisse soulever plusieurs difficultés.

Le transfert temporaire d'actions à l'emprunteur, y compris les droits de vote attachés aux actions transférées, pose des questions sur la légitimité de cette activité dans une stratégie d'investissement à long terme. Ce document étudie notamment comment les investisseurs peuvent s'engager dans un programme de prêt de titres sans entraver les critères de vote et de gouvernance responsable. Il est également important de rappeler que la mise en place d'un programme de prêt/emprunt ne doit pas avoir d'incidence sur les activités de négociation au jour le jour.

La pratique de la vente à découvert, facilitée par le secteur, est souvent mal interprétée et est parfois présentée comme n'ayant aucune corrélation avec les principes de l'ESG. Cependant, la vente à découvert peut mettre en lumière des problèmes au sein des entreprises, notamment les pratiques trompeuses de "greenwashing" et la fausse représentation du développement durable par les entreprises.

Une préoccupation sérieuse pour les investisseurs à long terme est de savoir s'ils se décrédibilisent en prêtant leurs actifs. Une autre question est de savoir si les emprunteurs intègrent les mêmes pratiques ESG dans leurs calculs. Avec le déluge de réglementations émanant de l'Union européenne, les dirigeants mondiaux qui définissent l'agenda des exigences du développement durable et le niveau accru de transparence liée à celles-ci attendu des entreprises, je pense qu'aucun acteur du marché financier ne sera en mesure d'échapper ou de retarder l'inévitable intégration des facteurs ESG dans ses modèles économiques, ce qui permettra aux prêteurs d'actifs de sélectionner plus facilement les emprunteurs potentiels.

“Les principes ESG sont de plus en plus intégrés dans l'ensemble du processus d'investissement. Les prêts de titres ne devraient pas être laissés de côté. Tous les programmes de prêt sont donc vivement encouragés à intégrer ces principes dans leurs activités.”

Matthew Chessum, directeur de la gestion de la liquidité chez Aberdeen Standard Investments et co-président du forum des propriétaires d'actifs de l'ISLA

Je pense que le secteur est à un stade clé de son développement, et que le prêt de titres doit évoluer avec son temps. Nous devons aider les propriétaires d'actifs à mieux comprendre les possibilités qui s'offrent à eux pour intégrer les aspects ESG dans les programmes de prêt, sans nuire à leurs objectifs durables. L'association travaille avec ses membres pour mettre au point des politiques de meilleures pratiques en matière de prêt de titres, afin de rassurer les investisseurs responsables. Elle interprète également le programme réglementaire à venir et montre comment le prêt/emprunt de titres s'intègre dans ce nouveau monde.

Farrah Mahmood

Analyste réglementaire senior, ISLA



L'importance croissante d'un développement économique durable/ESG

Le développement durable est en passe de devenir une priorité mondiale.

Alors que les questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) font l'objet d'une réglementation depuis des décennies, les engagements à limiter le réchauffement climatique dans le cadre de l'Accord de Paris et des Objectifs de développement durable (ODD) de l'ONU ont galvanisé la volonté politique de réexaminer l'approche de ces sujets dans de nombreux milieux.

Le coût du respect de ces engagements est énorme. L'OCDE a prévu¹ en 2017 que 6 900 milliards de dollars US sont nécessaires chaque année jusqu'en 2030 pour atteindre les objectifs de l'Accord de Paris et les ODD de l'ONU. Les décideurs politiques ont recours à une combinaison de réglementations et d'interventions non législatives pour mobiliser les capitaux nécessaires, tout en cherchant à faire face aux menaces pour la stabilité financière que représentent les risques naturels et la transition liés au changement climatique et à la dégradation de l'environnement.

“Le changement climatique et la dégradation de l'environnement sont des menaces existentielles pour l'Europe et le monde. Pour relever ces défis, l'Europe a besoin d'une nouvelle stratégie de croissance qui transforme l'Union en une économie moderne, efficace dans l'utilisation des ressources et compétitive, au service des citoyens.”

Ursula von der Leyen

Le plan d'action pour la finance durable de 2018 de l'UE, le Green Deal européen, la stratégie de financement vert du Royaume-Uni et la Révolution Industrielle Verte du Royaume-Uni² ont donné lieu à pléthore de nouvelles propositions et exigences. Celles-ci comprennent plus de 80 chantiers politiques affectant directement ou indirectement les services financiers - allant des changements en matière de transparence, de classification, de normes et de labels, aux stratégies d'investissement et préférences des investisseurs, en passant par la gestion des risques, la gouvernance d'entreprise, et les changements dans l'économie réelle.

¹ OCDE, Programme des Nations unies pour l'environnement et Groupe de la Banque mondiale 2017), *“Financer le climat pour le futur : Repenser les infrastructures”*. L'Association mondiale des marchés financiers et le Boston Consulting Group ont récemment estimé que les capitaux nécessaires pour le seul Accord de Paris sont de l'ordre de 3 à 5 000 milliards USD par an (*“Climate Finance Markets & the Real Economy”* (2020) p.8).

² Dans ce document, nous faisons référence à la réglementation découlant de ces programmes politiques en tant que “réglementation du développement durable”.

Si l'UE a été le décideur le plus ambitieux à ce jour, la vague de développement durable est loin de se limiter à l'Europe. Les régulateurs d'Asie et d'Australasie introduisent des exigences pour faire face aux risques climatiques et environnementaux et pour faciliter le développement de la finance durable. Plusieurs pays ont inscrit, ou prévoient d'inscrire dans la loi, leurs engagements au titre de l'Accord de Paris. Et, avec le changement d'administration aux États-Unis, le président Biden a signalé un changement radical d'approche vis-à-vis du développement durable, en plaçant le changement climatique au centre de la politique étrangère, de la sécurité nationale et de la politique intérieure des États-Unis.

“Les États-Unis et le monde entier sont confrontés à une profonde crise climatique. Nous disposons d'un moment étroit pour mener des actions à l'intérieur du pays et à l'étranger afin d'éviter les impacts les plus catastrophiques de cette crise et de saisir l'opportunité que représente la lutte contre le changement climatique.”

Joseph Biden

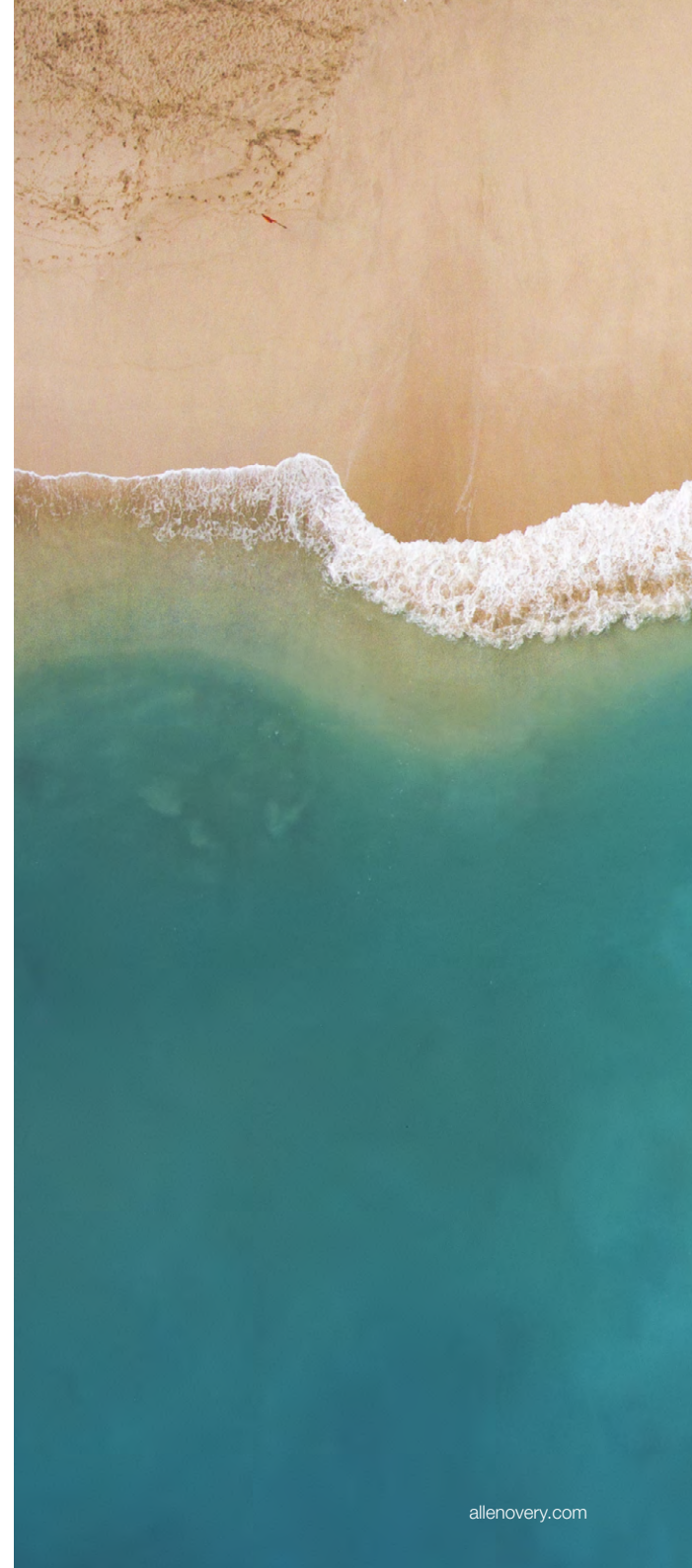
Un défi unique en matière de conformité

La politique de développement durable se distingue des précédents programmes politiques importants qui ont affecté les services financiers, tels que ceux déployés en réponse à la crise financière mondiale de 2007-2008.

Dans certains cas, les objectifs primordiaux sont soumis à des contraintes de temps. Par exemple, le rapport¹¹ 1.5⁰ du GIEC de l'ONU a alourdi la trajectoire de réduction des émissions, de nombreux gouvernements cherchant à réaliser des réductions importantes d'ici 2030, ce qui signifie que la réforme réglementaire traditionnelle peut être trop lente et trop sclérosée.

Un grand nombre d'outils, de pratiques, de données et d'indicateurs sont naissants et ne se prêtent pas encore à des règles détaillées. Les priorités et les préférences en ce qui concerne les objectifs environnementaux et sociaux essentiels au développement durable varient d'une région à l'autre, d'un secteur à l'autre et d'un investisseur à l'autre. Elles continuent à évoluer au fur et à mesure que la politique de transition de l'économie réelle se développe.

Plutôt que de mettre en œuvre des ensembles de règles granulaires avec des points de conformité distincts, les entreprises doivent répondre à un mélange de politiques non contraignantes et de réglementations strictes, souvent fondées au départ sur des principes clairs, qui évoluent ensuite avec le temps. Pour ajouter à la complexité, de nombreuses interventions politiques peuvent être ostensiblement destinées à un seul secteur, mais avoir des répercussions indirectes en amont et en aval.





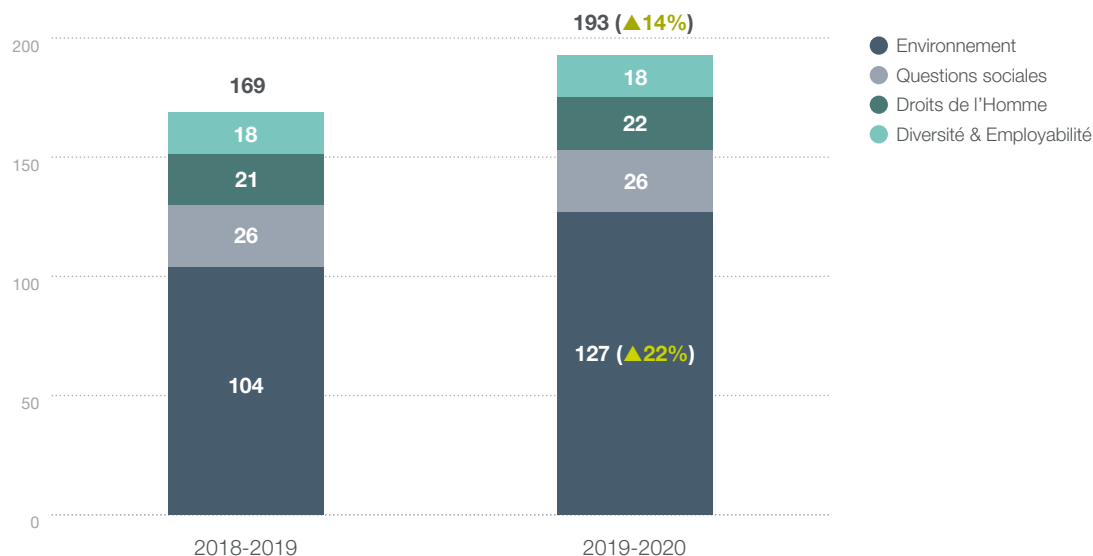
Facteurs non réglementaires

Les facteurs non réglementaires jouent également un rôle important dans l'agenda du développement durable.

Les litiges relatifs aux questions climatiques, sociales et environnementales sont en augmentation, avec une attention accrue pour le « greenwashing »³, qui consiste pour les entreprises à tromper leurs clients ou leurs contreparties sur les caractéristiques d'un produit ou d'un service^{iv} en matière de développement durable.

L'activisme des actionnaires et des organisations non gouvernementales (ONG) façonne également les réponses des entreprises sur leur politique de développement durable, entraînant un risque accru pour leur réputation, voire des changements de stratégie commerciale, ainsi qu'une plus grande sensibilisation des investisseurs et des consommateurs à ces questions.

L'appétit des investisseurs pour les investissements durables s'est accru au cours des dernières années. Dans certains cas, cet appétit est généré par des interventions politiques visant spécifiquement les propriétaires d'actifs mais, même dans les juridictions où ces interventions sont absentes, une demande croissante d'investissements dans des entreprises durables est clairement visible.



Type de demande par millésime. Source : "Proxy Insight", Revue des Votes Annuels 2020

³ Le terme "greenwashing" est parfois utilisé pour désigner cette pratique uniquement en ce qui concerne les attributs environnementaux positifs, le terme "bluewashing" étant utilisé pour le social ; le "greenwashing" peut également désigner à la fois l'environnement et le social.

Impact du Covid-19

Il est peut-être trop tôt pour quantifier les conséquences financières et politiques du Covid-19, mais la pandémie pourrait être considérée comme un test de l'impact d'une menace existentielle mondiale sur l'économie.

Les gouvernements se sont engagés à intégrer des considérations de développement durable dans leurs programmes de relance. Par exemple, plus de 30 % du plan de relance de 1 800 milliards d'euros pour l'Europe - le plus grand plan de relance jamais mis en place par l'UE - sont consacrés à la lutte contre le changement climatique. Le gouvernement britannique vise à mobiliser 12 milliards de livres dans le cadre de sa Révolution Industrielle Verte et à émettre son tout premier emprunt d'état vert en 2021. Le Canada a fait de la déclaration obligatoire des risques climatiques une condition des plans de sauvetage de la Banque du Canada. Le Green New Deal de la Corée du Sud consacre une partie de son plan de relance Covid à des investissements dans les villes, les infrastructures et l'industrie vertes.

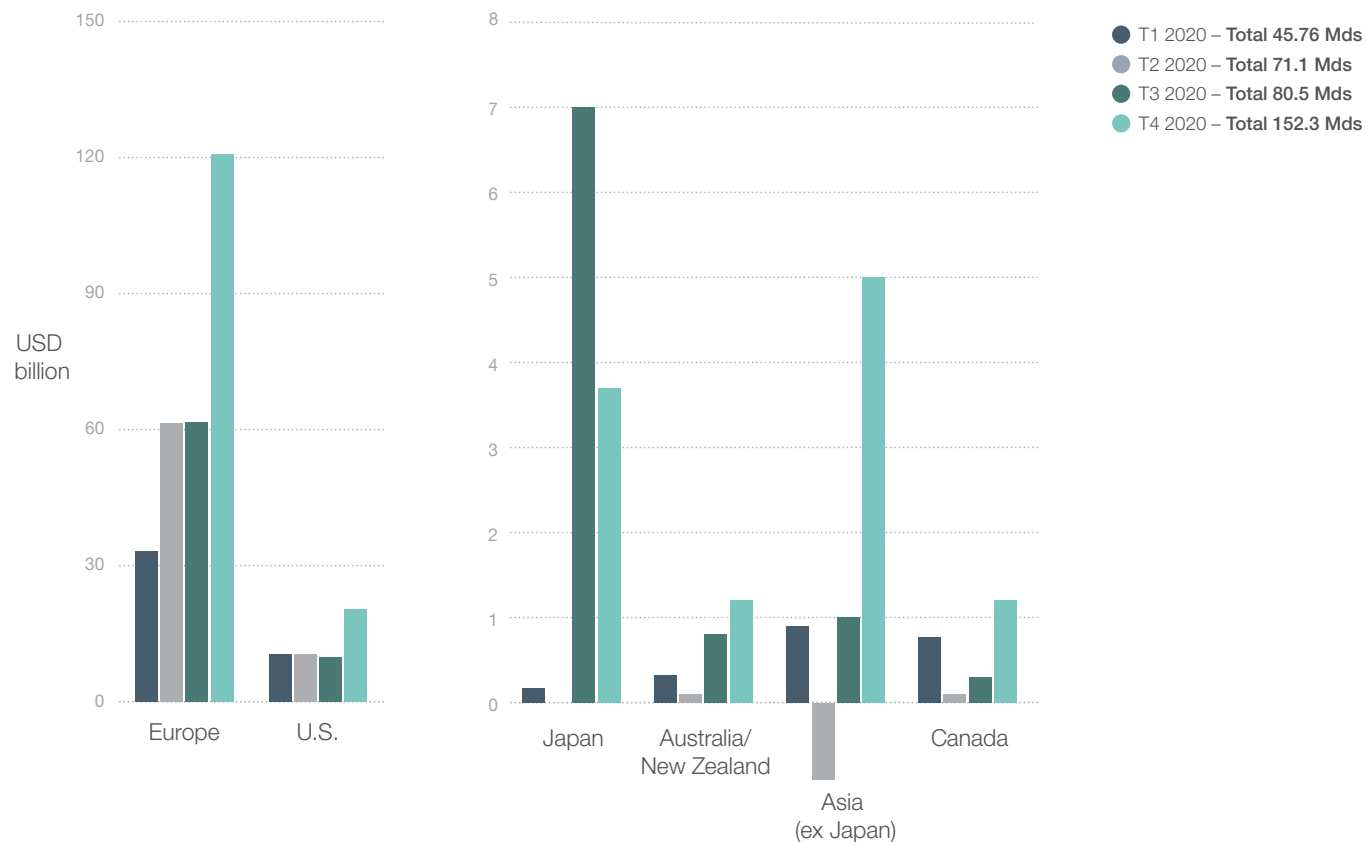
Alors que la pandémie a quelque peu ralenti le calendrier des décideurs politiques en 2020, 2021 s'annonce comme l'une des années les plus chargées en matière de politique et de réglementation du développement durable. La prochaine itération du plan d'action de la Commission Von der Leyen, la Nouvelle Stratégie de Financement Durable, devait initialement être publiée au trimestre dernier, mais elle est désormais attendue pour le deuxième trimestre 2021. La stratégie actualisée devrait ratisser encore plus large que le plan d'action pour le financement durable, avec plus de 50 domaines d'action potentiels à l'étude. La 26^{ème} conférence des Nations unies sur le changement climatique (COP26) devait initialement se tenir en novembre 2020 mais a été reportée à cet automne en raison de la pandémie. Ce sommet est le plus important jamais accueilli par le Royaume-Uni, et il est considéré comme l'un des plus importants depuis la signature de l'Accord de Paris. Les pays du monde entier devraient annoncer de nouvelles politiques de développement durable d'ici à novembre.

Les causes et conséquences du Covid-19 ont attiré l'attention sur les objectifs sous-jacents du développement durable. Le lien entre la perte de biodiversité et l'augmentation du risque de pandémie a focalisé l'intérêt sur les objectifs environnementaux au-delà du changement climatique^v. Les objectifs sociaux ont également fait l'objet d'une plus grande attention, les émissions d'obligations sociales ayant été multipliées par sept pour atteindre le chiffre record de 732 milliards de dollars^{vi}.

“Les entreprises devront adapter leurs stratégies aux nouvelles réalités”

Mark Carney





Solde des flux trimestriels dans les investissements durables.
Source : Morningstar

L'ESG n'est plus un label pour certains produits ou stratégies d'investissement. Elle est devenue un élément central du fonctionnement des entreprises et de l'économie. En tant que secteur fondamental de l'économie, les services financiers sont l'un des principaux leviers du changement.

Dans ce document, nous examinons le rôle que les prêts/emprunts de titres jouent dans cette transition et comment les pratiques de marché doivent s'adapter.

Le rôle du prêt/emprunt de titres dans la transition vers une économie durable

Le prêt/emprunt de titres joue un rôle fondamental sur les marchés financiers mondiaux aujourd'hui. Il est utilisé depuis longtemps comme moyen de répondre aux exigences en matière de règlement/livraison et de collatéralisation, ainsi que pour fournir liquidité et fluidité, essentielles aux marchés secondaires. Il favorise également la formation des prix et l'animation de marché, tout en facilitant d'importantes stratégies de couverture et d'investissement, telles que la vente à découvert et l'arbitrage. En décembre 2020, le total des titres prêtés s'élevait à 2 300 milliards d'euros, 24 000 milliards d'euros de titres étant mis à disposition par des investisseurs institutionnels^{vi}. De nombreuses banques centrales, européennes mais pas seulement, utilisent le prêt/emprunt dans le cadre de leur politique monétaire, ce qui contribue au bon fonctionnement des marchés financiers.

Le prêt/emprunt de titres peut être utilisé comme un outil pour générer des revenus supplémentaires et réduire les coûts globaux pour les investisseurs et les bénéficiaires de pensions, sans perdre aucun avantage économique, tels les dividendes ou les paiements d'intérêts. Pour les gestionnaires d'actifs, il peut constituer une source supplémentaire d'alpha. En plus de la commission payée, l'emprunteur fournit au prêteur une garantie sous forme d'autres titres ou de liquidités numériques. Cela en fait une activité relativement peu risquée, car le prêteur est protégé contre une perte potentielle si l'emprunteur n'est pas en mesure de restituer les titres. La valeur de la garantie est normalement supérieure à la valeur des titres empruntés et les deux sont réévalués quotidiennement.

Le prêt/emprunt de titres est également utilisé comme un outil clé pour la circulation du collatéral, y compris les actifs liquides de haute qualité (HQLA), au sein de l'écosystème financier. La mobilisation efficace du collatéral est importante non seulement dans le contexte du bon fonctionnement des marchés traditionnellement collatéralisés tels que le prêt de titres et le repo, mais le besoin de collatéral sous-tend de plus en plus de nombreux marchés dérivés. Le développement d'un marché collatéralisé autour du prêt de titres est principalement motivé par le désir du prêteur d'atténuer tout risque de crédit de la contrepartie, par la matérialisation d'une garantie en espèces ou autre. En décembre 2020, la part des actions dans l'ensemble des garanties détenues par les agents tripartites européens était d'environ 44 %, les obligations d'État et les obligations non souveraines représentant respectivement 45 % et 10 %^{vii}. Le prêt de titres est traditionnellement à la pointe de l'innovation en ce qui concerne la manière dont les acteurs du marché peuvent mieux optimiser l'utilisation leur collatéral et stimuler le développement de nouveaux produits.

“Alors que les gouvernements et les décideurs politiques font progresser les politiques de développement durable dans le monde entier, l'accent a été mis en grande partie sur l'intégration des risques et des opportunités liés au développement durable dans le cadre réglementaire des services financiers. Alors que l'attention se déplace plus largement sur la chaîne de valeur du processus d'investissement, un nombre croissant de propriétaires et de gestionnaires d'actifs évaluent leurs pratiques de prêt de titres sur des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance en tant qu'investisseurs à long terme. Il est donc crucial que les pratiques de prêt de titres soient reconnues pour leur rôle dans la contribution à la liquidité et à la formation des prix sur les marchés de capitaux.”

Ciara Horigan, Affaires réglementaires, industrielles et gouvernementales, Présidente du groupe de pilotage ESG de l'ISLA et représentante de State Street



Le prêt/emprunt de titres comme facilitateur du financement de la transition

Comme indiqué ci-dessus, les besoins en capitaux pour la transition vers le « net zero »⁴ et les autres objectifs de développement durable sont considérables et dépassent les moyens du seul financement public. Financements privés de l'infrastructure publique et investissements privés seront cruciaux, et des marchés financiers fluides sont essentiels pour générer ce financement. Les prêts de titres et la pratique connexe de la vente à découvert jouent un rôle important sur ces marchés.

“Le prêt de titres est une source utile de revenus supplémentaires à faible risque pour nos clients. En outre, un marché du prêt de titres ordonné et efficace est une composante essentielle de marchés de capitaux liquides, efficaces et durables.”

Mick Chadwick, directeur, responsable mondial du financement des titres, Aviva Investors

Comme l'a noté l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA)^x, les prêts de titres et les ventes à découvert sont essentiels à la formation des prix et à la liquidité du marché. La vente à découvert permet d'intégrer plus rapidement des informations négatives dans les prix de marché, ce qui réduit le risque de bulles spéculatives^x. L'analyse suggère que la restriction de la vente à découvert réduit la liquidité^{xi} et en augmente considérablement les coûts^{xii}.

Les prêts de titres et les ventes à découvert pourraient également contribuer à la stabilité du marché. Des études montrent que les marchés peuvent être plus volatils lorsque les ventes à découvert sont interdites^{xiii}.

Conformément aux objectifs de l'Union des marchés de capitaux (UMC), le prêt/emprunt de titres contribue à créer une économie plus résiliente, ce qui, à son tour, aide l'UE à atteindre ses objectifs dans le cadre du Green Deal européen.

“Le financement du marché sera le nerf de la guerre qui soutiendra la reprise et la croissance future à long terme... Un marché unique des capitaux efficace est nécessaire pour mobiliser les fonds nécessaires et garantir que les considérations de développement durable sont rigoureusement intégrées dans les décisions de financement.”

Plan d'action CMU 2020

⁴ Le terme "net zero" fait référence à l'objectif de réduire les émissions de gaz à effet de serre dans une mesure telle qu'elles peuvent être compensées par des actions visant à les éliminer de l'atmosphère, reflétant ainsi les engagements pris par les gouvernements pour décarboner les économies dans le cadre de l'Accord de Paris.

Compatibilité avec le long terme

L'horizon temporel du changement climatique et de la dégradation de l'environnement sont au cœur de la politique de développement durable. Les conséquences catastrophiques du changement climatique sont attendues au-delà des horizons habituels de planification commerciale, politique et monétaire, mais les mesures nécessaires pour atténuer ces conséquences doivent être prises aujourd'hui^{xv}.

La nécessité d'atténuer le court-termisme était l'un des principaux points d'action du plan pour la finance durable 2018 de l'UE. La Commission Européenne s'est inquiétée du fait que les activités au sein des marchés de capitaux incitent les entreprises à privilégier le profit à court terme au détriment du succès à long terme, ce dernier nécessitant la prise en compte de menaces telles que le changement climatique^{xv}. Elle a chargé les autorités européennes de surveillance d'examiner la situation et de faire un rapport sur la question de savoir si les pratiques au sein des marchés de capitaux génèrent une pression excessive à court terme dans l'économie réelle, notamment en ce qui concerne les prêts de titres.

L'ESMA n'a pas trouvé de preuves concrètes d'un lien de causalité entre les prêts de titres et les pressions excessives à court terme sur le marché et n'a pas recommandé de changement de politique dans ce domaine^{xvi}. Ces résultats sont conformes aux recherches menées par la Federal Reserve Bank of New York^{xvii}, qui a constaté que les ventes à découvert n'ont pas, à long terme, d'incidence sur les baisses de marché, et par le Comité Européen sur le Risque Systémique^{xviii}, qui a constaté que l'interdiction des ventes à découvert tend à être associée à une plus grande volatilité des rendements et à des baisses plus marquées du cours des actions.

“Les preuves ne suggèrent pas que les vendeurs à découvert sont le problème. Ils sont les messagers des mauvaises nouvelles concernant les perspectives des entreprises. Ils sont impopulaires parce qu'ils délivrent des messages que les gens préfèrent ne pas entendre.”

Recherche interne FRBNY

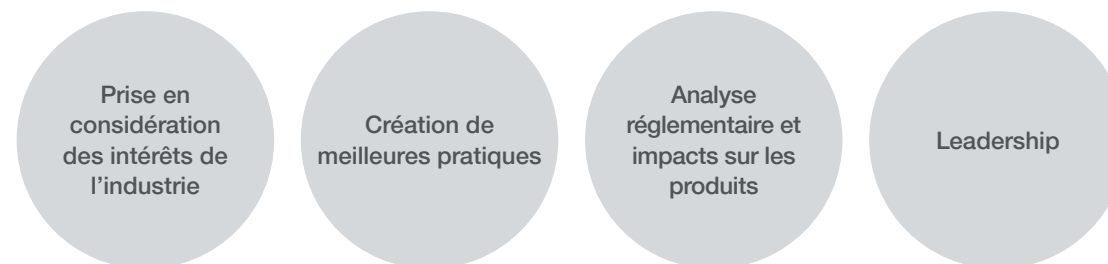
Considéré de manière globale, le prêt de titres peut être considéré comme jouant un rôle important dans la création d'une stabilité à long terme des marchés de capitaux, qui sera essentielle à la réussite de la transition de l'économie vers une base plus durable.



Optimiser les pratiques du marché pour soutenir la transition

Le prêt de titres peut jouer un rôle important, à la fois pour le fonctionnement des marchés de capitaux en général, comme indiqué ci-dessus, mais aussi pour aider les stratégies d'investissement ESG individuelles.

En décembre 2020, l'ISLA a créé un groupe de pilotage ESG pour examiner le rôle que joue l'ESG dans les prêts de titres. Le groupe comprend une large représentation de membres « buy-side » et « sell-side » ainsi que des fournisseurs de solutions pour les acteurs de marchés, et des gestionnaires de collatéral tripartites. En collaboration avec les parties prenantes du secteur ainsi qu'avec la communauté réglementaire et juridique, l'objectif du groupe en 2021 est de développer un "cadre opérationnel ESG" pour le prêt de titres autour de quatre piliers clés :



Les acteurs du marché devront prendre en compte certaines considérations pour s'assurer que leur pratique du prêt/emprunt s'aligne sur les attentes en matière de développement durable. Nous les examinons ci-dessous.

Le prêt de titres est-il un produit “ESG” ?

Étant donné la conception historique de l’ESG comme étant essentiellement un label produit pour certaines stratégies d’investissement, il peut y avoir une certaine confusion quant à la façon dont le terme est utilisé dans la nouvelle ère de développement durable.

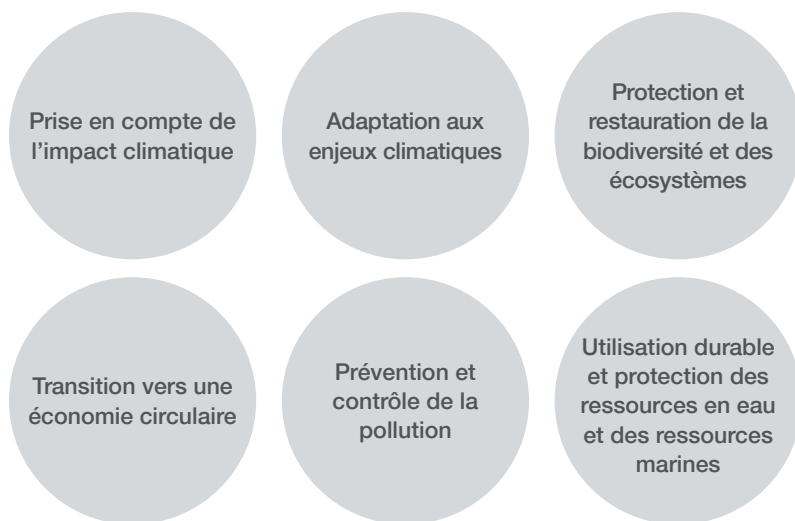
Il n’existe pas de définition légale ou réglementaire d’un produit ou d’une activité “conforme aux critères ESG”. Les entreprises peuvent être tenues de se conformer à une ou plusieurs exigences en vertu de diverses réglementations en matière de développement durable, mais il n’existe actuellement aucun test réglementaire de “conformité ESG” - pas plus que la conformité à la réglementation des services financiers ne peut être résumée par un label “conforme”. Il s’agit plutôt de savoir si une activité ou une entreprise peut être considérée comme conforme à une exigence réglementaire spécifique en matière de développement durable⁵. Le prêt de titres en tant que tel ne fait pas actuellement partie des activités spécifiquement réglementées en matière de développement durable⁶.

S’il n’est donc pas pertinent de décrire le prêt de titres comme étant “conforme aux critères ESG”, ce label peut toutefois servir à satisfaire les objectifs ESG spécifiques d’un prêteur.

Créer une nomenclature commune ESG dans le contexte des prêts de titres.

De même, il n’existe pas de définition universelle de ce qu’est un “objectif ESG”.

Au sein de l’UE et du Royaume-Uni, il n’existe actuellement qu’une seule définition réglementaire du terme “vert” : le règlement européen sur la taxonomie⁷. Ce règlement définit les activités que l’on peut qualifier d’écologiquement durables dans le cadre de six objectifs environnementaux spécifiques :



⁵ Par exemple, une déclaration “se conformer ou s’expliquer” concernant la transparence sur les risques financiers liés au climat pourrait être décrite comme conforme à la RL 9.8.6 (8).

⁶ L’ensemble des obligations prudentielles, réglementaires et juridiques s’appliquant à tout dispositif de prêt de titres et à tout participant au marché dépend des caractéristiques individuelles. Par exemple, lorsqu’un acteur du marché classe le prêt de titres, ou un aspect de celui-ci tel que le réinvestissement en numéraire, dans la catégorie de la gestion de portefeuille au titre de la directive MIFID II (directive 2014/65/UE), le règlement sur la communication en matière de finance durable (règlement (UE) 2019/2088) s’applique, ce qui impose certaines obligations de transparence. D’autres acteurs peuvent être tenus de prendre en compte le risque financier climatique ou environnemental associé à ces activités en vertu des attentes en matière de surveillance prudentielle. Dans tous les cas, il convient d’obtenir un avis professionnel sur ces sujets.





À l'heure actuelle, seul le règlement cadre (niveau 1) est en vigueur, les détails techniques devant être publiés pour les différents objectifs environnementaux au cours de l'année prochaine. En tant que tel, le règlement européen sur la taxonomie est actuellement d'une aide limitée pour définir les objectifs ESG entre les contreparties dans une relation de prêt de titres.

Même si le règlement de l'UE est précisé, il n'est que l'une des nombreuses taxonomies en cours d'élaboration au niveau international⁷. Certaines de ces taxonomies ont des points communs - par exemple, la taxonomie verte proposée par Singapour partage largement les mêmes objectifs que le règlement de l'UE - mais il n'existe pas d'approche unique. Certains efforts sont déployés pour créer davantage de cohérence : la plateforme internationale sur la finance durable, qui comprend actuellement 16 pays et l'UE, a mis en place un groupe de travail sur la taxonomie⁸. L'adoption d'un cadre mondial unique reste toutefois un objectif lointain.

Jusqu'à présent, les décideurs politiques se sont concentrés sur le développement de taxonomies liées aux objectifs environnementaux. Il n'existe actuellement aucune articulation unique dans la réglementation européenne ou britannique de ce que sont les objectifs sociaux, sans parler des détails sur la manière dont les activités seront mesurées par rapport à eux, ni de ce qui constitue des pratiques de bonne gouvernance⁹.

Pour ajouter à la complexité, il n'est pas toujours possible d'isoler les différents piliers de l'ESG. Par exemple, le règlement européen sur la taxonomie permet de se concentrer sur un seul des objectifs environnementaux, mais pour répondre à la norme de développement environnemental, l'activité ne doit pas nuire de manière significative à l'un des autres objectifs et doit se conformer à certaines garanties sociales et de bonne gouvernance.

Il est donc essentiel que les parties au prêt de titres établissent entre elles, dès le départ, ce que l'on entend par objectifs ESG pour le prêteur. En l'absence d'une taxonomie réglementaire développée de manière appropriée ou d'une autre norme, cela peut être réalisé en utilisant l'approche suivante :

- **Définir le ou les objectifs de développement durable** (par exemple diversité dans l'équipe de gestion).
- **Définir la cible ou le seuil à atteindre pour la réalisation de l'objectif** (par exemple 50 % de femmes à des postes de direction).
- **Identifier les paramètres permettant de mesurer la conformité** (par exemple les postes au sein des conseils d'administration et des comités exécutifs occupés par des femmes pendant une période continue de 12 mois, avec moins de 50 % de femmes siégeant dans trois conseils d'administration ou plus).

Action 1

L'ISLA veut travailler avec ses membres et les parties prenantes du secteur à l'élaboration d'une norme de meilleures pratiques sur la création d'une nomenclature commune des objectifs ESG dans le contexte des accords de prêt/emprunt de titres.

⁷ Le Royaume-Uni, Singapour, le Canada et la Malaisie se sont engagés à élaborer leurs propres réglementations ou sont en train de le faire. La Chine, le Bangladesh et la Mongolie disposent de définitions de ce qui constitue une activité "verte". Des groupes industriels et universitaires ont réclamé des taxonomies au Japon et en Australie.

⁸ Voir également le [guide de la Banque Mondiale sur le développement d'une taxonomie verte nationale](#).

⁹ L'UE envisage d'élargir le cadre du règlement sur la taxonomie pour y inclure des objectifs sociaux (voir la consultation sur la stratégie durable renouvelée et l'examen mandaté à l'article 26, paragraphe 2).

Engagement

L'engagement des actionnaires est considéré comme un outil important pour favoriser une plus grande création de valeur à long terme et une base plus durable pour les entreprises. Outre les interventions réglementaires visant à promouvoir l'engagement de manière plus générale, des mesures spécifiquement axées sur son rôle dans le développement durable sont apparues récemment¹⁰. Les gestionnaires d'actifs et les investisseurs institutionnels sont soumis à une pression croissante pour s'assurer que leur bilan en matière d'engagement des entreprises correspond à leurs politiques déclarées.

Dans le cadre des contrats de prêt/emprunt de titres standards (transfert de propriété et nantissement), les droits de vote pour les titres prêtés sont transférés à l'emprunteur, ce qui a donné lieu à l'accusation selon laquelle le prêt de titres n'est pas compatible avec un engagement actif des actionnaires. Ce n'est pas forcément le cas.

Alors que l'UE explore des pistes pour une plus grande interaction entre les entreprises et les parties prenantes sur des sujets tels que les questions d'environnement et de droits de l'homme¹¹, le rôle du vote dans la poursuite d'objectifs à long terme pourrait évoluer dans les années à venir. À court terme, les accords de prêt de titres et les processus de gouvernance interne peuvent être adaptés pour garantir que, le cas échéant, les titres peuvent être rappelés avec suffisamment de délai pour les assemblées d'actionnaires importantes où les prêteurs doivent voter. Ceci est également pertinent dans le contexte d'une transparence plus grande, voir la discussion ci-dessous.

Action 2

L'ISLA veut travailler avec ses membres pour mettre à jour les meilleures pratiques actuelles en matière de rappel de titres et pour créer des normes industrielles autour du vote, conformément aux principes de bonne gouvernance.

Transparence

L'une des principales préoccupations des prêteurs sceptiques est le but dans lequel leurs titres sont empruntés - par exemple, pour pouvoir voter pour des intérêts à court terme ou non alignés sur la GSE.

Cette préoccupation devrait être atténuée par une réglementation et la mise en place d'une ligne de conduite. Par exemple, un tel comportement pourrait contrevenir au code britannique des marchés monétaires, qui stipule que les titres ne doivent pas être empruntés dans le seul but d'exercer des droits de vote. De même, les intermédiaires de marché sont censés ne pas exercer les droits de vote sur les titres empruntés qu'ils détiennent temporairement, sauf si le propriétaire réel initial leur en donne l'instruction^{xx}.

Du point de vue de l'UE, en septembre 2020, la directive sur les droits des actionnaires II^{xxi} (DRS II) est entrée en vigueur, en tant que partie du plan d'action 2012 de la Commission européenne sur le gouvernement d'entreprise, qui vise à promouvoir la longévité et la stabilité des marchés de capitaux de l'UE. La DRS II vise à améliorer la capacité des actionnaires à exercer leurs droits, tout en utilisant la technologie pour améliorer la communication entre les entreprises, les intermédiaires et les actionnaires. L'article 12 de la DRS II stipule qu' "Il est donc important que le gestionnaire d'actifs rende compte de sa politique en matière de prêt de titres et de la manière dont elle est appliquée pour remplir ses objectifs d'engagement, en particulier au moment de l'assemblée générale de la société émettrice".

¹⁰ Dans sa déclaration de surveillance sur le risque financier lié au climat pour les banques et les assureurs (SS3/19), l'autorité britannique de réglementation prudentielle a estimé que les entreprises sont particulièrement bien placées pour encourager une plus grande communication sur le climat par le biais de leurs participations. Le UK Stewardship Code 2020 incorpore une nouvelle exigence pour les signataires d'inclure les questions ESG importantes dans l'évaluation de l'engagement et de l'investissement.

¹¹ L'UE envisage d'intervenir sur la gouvernance des entreprises dans l'ensemble de l'économie au titre de l'action 10 du plan pour la finance durable.





Action 3

L'ISLA souhaite adapter les meilleures pratiques actuelles qui favorisent la transparence réglementaire en matière de communication avec et d'identification des actionnaires, en restant en phase avec les exigences réglementaires de la DRS II.

Les propriétaires d'actifs qui cherchent à aligner le prêt de titres sur leurs objectifs ESG peuvent être préoccupés par l'identité des contreparties dans le cadre de transactions adossées, dans la mesure où ils ne veulent pas soutenir certains acteurs non alignés sur leurs propres normes ou objectifs de développement durable.

Il est probablement possible d'adapter les mécanismes de transparence du marché et de stabilité financière pour permettre aux régulateurs d'avoir une meilleure vision des problèmes potentiels dans la chaîne de valeur. Par exemple, à mesure que les risques liés au climat et à la nature sont davantage intégrés dans les cadres de gestion des risques des entreprises, le risque lié au changement climatique deviendra, de facto, un type de risque de crédit.

Cette préoccupation pourrait également être abordée dans les propositions que la Commission européenne examine actuellement en matière de gouvernance durable des entreprises. Il est envisagé que la Commission introduise des exigences d'audit pour les questions d'environnement et de droits de l'homme, à la fois en ce qui concerne les opérations internes des entreprises qu'en externe au sein de leur chaîne d'approvisionnement/de valeur. Au moment de la rédaction du présent document, les détails de la législation proposée n'ont pas été publiés, mais la formulation de la consultation initiale et le rapport d'initiative du Parlement européen sur le sujet indiquent qu'elle s'appliquera probablement aussi aux entreprises de services financiers.

Action 4

L'ISLA souhaite travailler avec ses membres et les groupes de parties prenantes du secteur pour réaliser une étude de faisabilité sur la manière dont les pratiques actuelles de marché pourraient être optimisées pour accroître la transparence.

Éligibilité du collatéral et réinvestissement

L'impact le plus important et potentiellement radical sur l'industrie est le nombre croissant de clients institutionnels qui adoptent des objectifs ESG dans leur processus d'investissement. Déterminer si le collatéral reçu est équivalent aux titres prêtés, et si les liquidités sont réinvesties en cohérence avec les objectifs ESG, représente un défi important.

Compte tenu du large éventail de combinaisons possibles d'objectifs ESG et de l'absence de définitions standardisées, la normalisation de l'éligibilité du collatéral ou du réinvestissement approprié des liquidités peut s'avérer difficile à mettre en œuvre. Quels qu'ils soient, les critères d'éligibilité nécessiteront encore des ajustements réguliers à mesure que les effets de la transition se font sentir dans l'économie réelle, que la transparence devient plus répandue et plus détaillée, et que le risque financier lié au climat et à la dégradation de la nature est pleinement intégré dans la stratégie et la gestion des risques. Un secteur industriel considéré aujourd'hui comme incompatible avec, par exemple, les objectifs d'atténuation des émissions carbone, peut évoluer et se réformer de manière significative à mesure qu'il cherche à assurer la transition de ses propres activités.

“Il est impératif, en tant qu’agent prêteur, de travailler de manière cohésive avec nos clients pour développer un programme de prêt de titres qui s’aligne sur leurs objectifs ESG. Nous nous attendons à ce que les exigences diffèrent en fonction des stratégies d’investissement particulières des clients. Par conséquent, les solutions qui permettent au secteur de personnaliser efficacement et à grande échelle deviendront vitales, notamment en ce qui concerne le collatéral.”

Rickie Smith, responsable produit collatéral, Président du groupe de pilotage sur la gestion du collatéral de l’ISLA et représentant de JP Morgan Chase

Cela suggère qu’une approche plus personnalisée pourrait être justifiée. Identifier les données nécessaires pour les paramètres et évaluer si l’objectif nécessaire a été atteint pour des titres particuliers requiert des ressources et une expertise que les participants au marché ne possèdent pas nécessairement en interne. Il est donc probable que les participants auront recours à des évaluations et à des vérifications par des tiers, qui pourraient inclure des notations ESG, l’utilisation d’indices de référence dédiés comme substitut de notation ou d’autres outils tiers.

Les écarts entre les notations ESG sont importants - les corrélations entre les principaux fournisseurs de notations ESG peuvent aller de 38 % à 71 %¹², alors que les notations de crédit ont une corrélation de 99 %, selon une étude^{xxii}. Contrairement au monde de la notation de crédit, où les agences de notation sont réglementées et où la solvabilité est plus clairement définie, les variations des normes de données et les différences de gouvernance des agences de notation ESG peuvent signifier que les évaluations quant à l’alignement d’un titre sur un objectif particulier peuvent diverger. On prévoit que les prochaines interventions politiques de l’UE viseront à réglementer le marché des notations ESG, ce qui pourrait créer plus de transparence. Les efforts visant à créer une norme internationale autour de la communication sur le développement durable, associés à des exigences croissantes en matière de communication obligatoire, sont également susceptibles de contribuer positivement.

S’il n’est peut-être pas possible de parvenir à une normalisation des résultats, la cohérence du processus pourrait être obtenue en convenant de principes sur la manière dont un titre ou un investissement est déterminé comme répondant aux objectifs ESG du prêteur.

Action 5

L’ISLA veut travailler avec le « [Collateral Management Steering Group](#) », et l’appui du « [Beneficial Owner Steering Group](#) », pour développer des normes de haut niveau sur l’éligibilité du collatéral et le réinvestissement des liquidités pour permettre un alignement sur les objectifs ESG d’un prêteur.

¹² La corrélation entre les notations axées sur les objectifs sociaux ou la gouvernance est encore plus faible, avec une moyenne de 42% et 30% respectivement.

Conclusion

La nécessité du développement durable nous oblige tous à repenser de nombreuses facettes de notre vie quotidienne, à relever les défis posés par des questions telles que le changement climatique et la consommation des ressources naturelles de la planète. À un niveau personnel, le développement durable peut se manifester de nombreuses façons, allant de notre consommation de produits et services jusqu'à notre soutien à des représentants élus, qui feront avancer ces questions en notre nom.

Reflétant cette volonté de changement de leurs électeurs, les gouvernements ne sont pas restés inactifs dans ce domaine, l'Union européenne étant l'une des plus ambitieuses d'un point de vue politique, bien que d'autres pays, notamment le Royaume-Uni et divers pays d'Asie, introduisent des stratégies vertes avec des objectifs largement similaires. Le récent changement d'administration aux États-Unis ne fera qu'ajouter du poids à ces initiatives, les gouvernements du monde entier se ralliant de plus en plus à d'importants cadres politiques durables tels que l'Accord de Paris. Le rythme du changement ne devrait que s'accélérer et s'étendre dans le monde entier.

Le coût pour la société de la transition vers une économie durable ne peut être assumé par les seuls gouvernements et, par conséquent, le bon fonctionnement et l'efficacité des marchés de capitaux seront un élément crucial du processus de transition. La fourniture de liquidités sur le marché secondaire et le soutien des ventes à découvert et d'autres techniques de couverture par le biais du prêt de titres permettent une formation des prix plus efficace et plus transparente, des marchés plus profonds et plus liquides et des fourchettes de prix plus réduites. Grâce à des marchés efficaces et transparents qui permettent aux investisseurs de prendre des décisions plus éclairées, nous assisterons à une plus grande participation des petits investisseurs, en particulier sur les marchés ou dans les régions où la participation des particuliers aux marchés de capitaux au sens large est moins développée.

Le défi que représente le développement pour le secteur - et plus largement pour les services financiers - est sans précédent. Les solutions qui ont fonctionné pour les changements réglementaires précédents pourraient ne pas fonctionner avec quelque chose d'aussi complexe, évolutif et tentaculaire que l'ESG. Il se peut qu'il n'y ait jamais de définition réglementaire précise et mondialement acceptée de la notion d'ESG, ni d'ensemble clair de règles strictes à respecter. Cependant, le prêt/emprunt de titres a prouvé qu'il était capable d'innover par le passé, et il le fera à nouveau.





En conclusion, je voudrais souligner le rôle important que joue le prêt/emprunt de titres dans la promotion du bon fonctionnement des marchés de capitaux. Les fondamentaux que sont la liquidité du marché secondaire, la formation efficace des prix et la fluidité des règlements/livraisons devraient être attendus et exigés par toutes les parties concernées dans la chaîne de valeur des investissements ESG. À l'ISLA, nous sommes convaincus que le prêt de titres a un rôle important à jouer à la fois pour atteindre les objectifs ESG des acteurs du marché et pour faciliter la transition de l'économie vers les objectifs de Paris et d'autres objectifs durables. L'ISLA estime que le secteur peut soutenir les préoccupations croissantes des propriétaires d'actifs en matière de développement durable, en les aidant à obtenir liquidité et croissance sur ces marchés.

Prochaines étapes

Ce document a soulevé plusieurs points que les acteurs du marché devront prendre en compte dans cette nouvelle ère de développement durable. Afin de faciliter l'obtention d'un consensus au sein du secteur et de l'aider à définir les meilleures pratiques, l'ISLA, par l'intermédiaire du groupe de pilotage ESG, dirigera un certain nombre de groupes de travail sur les points d'action énoncés ci-dessous. Nous viserons à rassembler la participation la plus large de nos membres, des participants au marché et d'autres groupes pertinents afin de faire progresser la réponse du secteur à ces défis.

Action 1

L'ISLA veut travailler avec ses membres et les parties prenantes du secteur à l'élaboration d'une norme de meilleures pratiques sur la création d'une nomenclature commune des objectifs ESG dans le contexte des accords de prêt/emprunt de titres.

Action 2

L'ISLA veut travailler avec ses membres pour mettre à jour les meilleures pratiques actuelles en matière de rappel de titres et pour créer des normes industrielles autour du vote, conformément aux principes de bonne gouvernance.

Action 3

L'ISLA souhaite adapter les meilleures pratiques actuelles qui favorisent la transparence réglementaire en matière de communication avec et d'identification des actionnaires, en restant en phase avec les exigences réglementaires de la DRS II.

Action 4

L'ISLA souhaite travailler avec ses membres et les groupes de parties prenantes du secteur pour réaliser une étude de faisabilité sur la manière dont les pratiques actuelles de marché pourraient être optimisées pour accroître la transparence.

Action 5

L'ISLA veut travailler avec le « [Collateral Management Steering Group](#) », et l'appui du « [Beneficial Owner Steering Group](#) », pour développer des normes de haut niveau sur l'éligibilité du collatéral et le réinvestissement des liquidités pour permettre un alignement sur les objectifs ESG d'un prêteur.

Andrew Dyson
Directeur général, ISLA

Contacts



Andrew Dyson
Directeur général de l'ISLA
andrew.dyson@islaemea.org



Farrah Mahmood
Analyste réglementaire senior ISLA
farrah.mahmood@islaemea.org



Emma Dwyer
Associé, Marchés financiers
internationaux – Allen & Overy LLP
emma.dwyer@allenoverly.com



Matthew Townsend
Climat international, environnement et
réglementation – Allen & Overy LLP
matthew.townsend@allenoverly.com



Kelly Sporn
Conseiller politique principal,
Climat international, environnement et
réglementation – Allen & Overy LLP
kelly.sporn@allenoverly.com

À propos d'ISLA

Qui sommes-nous ?

L'International Securities Lending Association (ISLA) est une association sectorielle de premier plan qui représente les intérêts communs des acteurs du marché du prêt/emprunt et du financement de titres en Europe, au Moyen-Orient et en Afrique. Ses membres, géographiquement diversifiés, comptent plus de 160 entreprises, dont des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs, des banques dépositaires, des prime brokers et des prestataires de services divers.

Que faisons-nous ?

Travaillant en étroite collaboration avec l'industrie ainsi qu'avec les régulateurs et les décideurs politiques, L'ISLA soutient le prêt/emprunt de titres comme composant majeur dans l'industrie financière. L'ISLA promeut le développement d'un cadre sûr et efficace pour l'industrie, en jouant un rôle central dans la généralisation des meilleures pratiques et processus du marché, entre autres choses. L'ISLA parraine le Global Market Securities Lending Agreement (GMSLA) et l'examen annuel du caractère exécutoire dans plus de 65 juridictions dans le monde.

Comment faisons-nous ?

Grâce aux groupes de travail de ses membres, aux guides sectoriels, aux consultations et à des événements d'envergure, l'ISLA contribue à orienter l'industrie en développant un leadership sur les grands thèmes, les normes pour les cadres juridiques, les guides industriels et la documentation sur les meilleures pratiques.

ISLA est l'une des voix les plus influentes du secteur sur la scène européenne et mondiale.

While we have made every attempt to ensure that the information contained in this paper has been obtained from reliable sources, the International Securities Lending Association (ISLA) is not responsible for any errors or omissions, or for the results obtained from the use of this information. All information in this document is provided "as is", with no guarantee of completeness, accuracy, timeliness or of the results obtained from the use of this information, and without warranty of any kind, express or implied, including, but not limited to warranties of performance, merchantability and fitness for a particular purpose. Nothing herein shall to any extent substitute for the independent investigations and the sound technical and business judgment of the reader. In no event will ISLA, or its Board Members, employees or agents, be liable to you or anyone else for any decision made or action taken in reliance on the information in this document or for any consequential, special or similar damages, even if advised of the possibility of such damages.

À propos d'Allen & Overy

Allen & Overy est l'un des leaders du marché en matière de développement durable et d'ESG, et possède une vaste expérience dans le conseil aux entreprises, aux sponsors de fonds d'investissement, aux investisseurs, aux prêteurs et aux sociétés de gestion de portefeuille sur l'ensemble des questions de conformité tout au long du cycle de vie d'un projet. La combinaison de notre expertise multi-juridictionnelle en matière de marchés de capitaux, de produits dérivés, de fusions et acquisitions, de financement à effet de levier ou à haut rendement, de titrisation et de fonds d'investissement est soutenue par une gamme complète de pratiques complémentaires et spécialisées, notamment le droit de l'environnement et du climat, les droits des affaires et les droits de l'homme, la gestion des risques financiers climatiques, la gouvernance d'entreprise, les retraites, l'emploi, les produits financiers de détail, la concurrence, les données et la transformation numérique, la réglementation des services financiers et les assurances.

Nous sommes l'un des rares cabinets à aborder ce sujet d'un point de vue holistique, avec un groupe d'experts internationaux qui se concentrent sur l'ensemble des développements de l'agenda de la durabilité et des ESG dans le monde.

Disclaimer : Bien que nous ayons fait tout notre possible pour nous assurer que les informations contenues dans ce document proviennent de sources fiables, l'International Securities Lending Association (ISLA) n'est pas responsable des erreurs ou omissions, ni des résultats obtenus par l'utilisation de ces informations. Toutes les informations contenues dans ce document sont fournies "en l'état", sans garantie d'exhaustivité, d'exactitude, d'actualité ou des résultats obtenus par leur utilisation, et sans garantie d'aucune sorte, expresse ou implicite, y compris, et sans limitation, des garanties de performance, de qualité marchande et d'adéquation à un usage particulier. Rien dans le présent document ne peut se substituer aux enquêtes indépendantes et au jugement technique et commercial du lecteur. En aucun cas, ISLA, ses membres du conseil d'administration, ses employés ou ses agents ne seront responsables envers vous ou envers quiconque de toute décision ou action prise sur la base des informations contenues dans ce document ou de tout dommage consécutif, spécial ou similaire, même s'ils ont été informés de la possibilité de tels dommages.

Notes de fin

- ⁱ Financial Conduct Authority (2020), *Statement on UK markets*.
- ⁱⁱ BNP Paribas (2019), *The ESG Global Survey 2019*, p.14
- ⁱⁱⁱ Groupe d'experts intergouvernemental de l'ONU sur l'évolution du climat (2018), *Rapport spécial : Réchauffement global de 1,5°*.
- ^{iv} Setzer J et Byrnes R (2020), *Global trends in climate change litigation : 2020 snapshot*, LSE Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, Columbia Law School Sabin Center for Climate Change Law and the Centre of Climate Change Economics and Policy. Voir également le Programme des Nations unies pour l'environnement *UNEP Global Climate Litigation Report : 2020 Status Review*.
- ^v Plateforme intergouvernementale scientifique et politique sur la biodiversité et les services écosystémiques (2020), *Échapper à l'ère des pandémies*.
- ^{vi} Bloomberg (2021), *Social bonds propel ESG issuance to record \$732 billion in 2020*.
- ^{vii} ISLA (2021), *Securities Lending Market Report*, 14e édition. p.6.
- ^{viii} ISLA (2021), op. cit., p.43
- ^{ix} ESMA (2019), *Rapport sur les pressions indues à court terme sur les sociétés*, para. 308. . Les autres rapports de l'AES mandatés par la Commission ne portaient pas sur les prêts de titres ou les ventes à découvert.
- ^x Boehmer E et Wu J (2012), *Short Selling and the Price Discovery Process*. Review of Financial Studies; Bris A, Goetzmann W et Zhu N (2003 mis à jour en 2009), *Efficiency and the Bear : Short sales and markets around the world*, National Bureau of Economic Research Working Paper.
- ^{xi} Beber A et Pagano M (2011), *Short-Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis*, Journal of Finance.
- ^{xii} Battalio R, Mehran H et Schultz P (2011), *Market declines: is banning short selling the solution*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report.
- ^{xiii} Beber A, Fabbri D, Pagano M et Simonelli S (2020), *Short selling bans and bank stability*, European Systemic Risk Board.
- ^{xiv} Carney M (2015), *Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability*, Banque d'Angleterre.
- ^{xv} Groupe d'experts de haut niveau de l'UE sur la finance durable (2018), *Financer une économie durable* ; Commission européenne (2018), *Plan d'action : Financer la croissance durable*, COM(108) 97 final.
- ^{xvi} ESMA, op. cit.
- ^{xvii} Battalio R, Mehran H et Schultz P (2011), op cit.
- ^{xviii} Beber A, Fabbri D, Pagano M et Simonelli S (2020) op. cit.
- ^{xix} Règlement (UE) 2020/852.
- ^{xx} Banque d'Angleterre (2017), *UK Money Markets Code*, paragraphes 6.2 et 6.4.
- ^{xxi} Directive (UE) 2017/828
- ^{xxii} Berg F et Kölbl J et Rigobon R (2020) *Aggregate Confusion : La divergence des notations ESG*.

Présence mondiale

Allen & Overy est une structure internationale d'avocats d'affaires qui compte près de 5,600 personnes, dont environ 580 associés, présents dans 40 bureaux à travers le monde. La liste à jour des bureaux d'Allen & Overy est disponible sur www.allenoverly.com/global_coverage.

Allen & Overy signifie Allen & Overy LLP et/ou ses entreprises affiliées. Allen & Overy LLP est un limited liability partnership enregistré en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro OC306763. Allen & Overy LLP est autorisé et réglementé par la Solicitors Regulation Authority d'Angleterre et du Pays de Galles.

Le terme « associé » désigne un membre d'Allen & Overy LLP ou l'un de ses salariés ou consultants ayant un statut et des qualifications équivalents ou un individu ayant un statut équivalent dans l'une des sociétés affiliées d'Allen & Overy. Une liste des membres d'Allen & Overy LLP et des personnes non-membres ayant la qualité d'associé peut être consultée à notre siège social One Bishops Square, London E1 6AD.