



ACTEURS DE LA
FINANCE RESPONSABLE

 Scaled Risk

« TRAGÉDIE DES HORIZONS » : COMMENT L'ENGAGEMENT ACTIONNARIAL PEUT-IL SOUTENIR LA TRANSITION ÉCOLOGIQUE ET SOCIALE ?

Mai 2021





Introduction

Aussi connues sous le nom de stakeholders en anglais, les parties prenantes d'une entreprise rassemblent tous les acteurs participant, de près ou de loin à sa vie économique. On y retrouvera, entre autres, les clients, fournisseurs, mais aussi les actionnaires. Le développement des pratiques de gestion des parties prenantes en entreprise, à travers la RSE, conjointement à l'essor de l'intégration des enjeux ESG chez les investisseurs, encouragent la mise en œuvre de nouvelles pratiques, en particulier celles liées à l'engagement actionnarial.

Financer des entreprises résilientes face aux enjeux environnementaux et sociaux passe aujourd'hui par la capacité d'influence des investisseurs. En effet, dans leur rôle d'actionnaires, les investisseurs ont l'opportunité d'inciter les entreprises à se transformer pour soutenir des enjeux long terme comme la réorientation du modèle économique ou la réduction des émissions de gaz à effet de serre. L'influence des actionnaires est d'autant plus forte quand ils sont réunis en coalition, mais cela impose un véritable changement de paradigme : comment concilier intérêt économique et performance court/moyen terme, tout en s'assurant que la transition écologique et sociale des entreprises se fait assez rapidement pour permettre de réduire les risques à long terme ?

Cette question est au cœur des stratégies d'engagement actionnarial des institutions financières. En effet, il revient à la finance de créer des ponts entre le présent et l'avenir. C'est dans ce cadre que pourront agir des institutions financières dans leur rôle d'investisseurs responsables : en liant un présent marqué par une attente forte en matière de performance, à un futur construit sur la prise en compte des nouveaux enjeux collectifs, avec l'adhésion des citoyens.

Pour atteindre cet objectif, l'intégration des enjeux ESG et les pratiques d'engagement actionnarial doivent faire partie de la palette d'outils à la disposition des actionnaires. Défini comme une pratique d'influence, l'engagement actionnarial utilise l'analyse ESG pour identifier des risques qui peuvent générer une perte pour l'entreprise. Les investisseurs s'efforcent ensuite de convaincre l'entreprise de mettre en place des stratégies de remédiation à ce risque.

Bien entendu, la taille des actionnaires qui se lancent dans ces démarches est un élément déterminant afin de pouvoir faire bouger les lignes. C'est la raison pour laquelle les investisseurs se rassemblent très souvent au sein de coalitions thématiques ou de plateformes dédiées.

Pour exemple, les enjeux liés au changement climatique, considérés comme un risque systémique pour la stabilité du système financier depuis plusieurs années, encouragent le développement de ces coalitions. Ainsi, les compagnies pétrolières font régulièrement face à des résolutions d'actionnaires, leur demandant plus d'ambitions climatiques. Total a été, pour la première fois en 2020, confronté à une résolution externe lui demandant d'accélérer sa stratégie de transition énergétique. Suite à cette résolution, l'entreprise s'est engagée à faire voter chaque année les actionnaires sur sa politique climat à travers l'initiative « Say on Climate » lancée par le Think Tank progressiste Terra Nova et le FIR (Forum pour l'investissement Responsable).

Le développement de ces pratiques, qui mettent en lumière un engagement de plus en plus important de la part des actionnaires peut bien-sûr nous réjouir. Pour autant, ces comportements ne sont pas encore la norme, comme a pu nous le démontrer l'affaire Danone et le départ en mars 2021 de son PDG, Emmanuel Faber.

Emmanuel Faber était PDG du géant mondial de l'alimentation depuis 2017. Franck Riboud l'avait choisi pour lui succéder parce qu'il était convaincu qu'il était celui le plus à même de mettre Danone en marche vers la transition digitale et environnementale. Pour autant, malgré le déploiement d'un plan ambitieux et de pratiques RSE innovantes, le cours de Bourse de Danone est resté stable depuis cinq ans, à la différence de ses concurrents, Unilever, à + 25 %, et Nestlé, + 45 %. La pression s'était amplifiée au fil des mois, sous l'impulsion notamment des deux fonds activistes, l'américain Artisan Partners, troisième actionnaire du groupe avec 3 % du capital, et le britannique Bluebell Capital, qui réclamaient la tête du dirigeant.

Ces différents exemples mettent en lumière la difficulté pour le monde financier de trancher entre rendement à court terme, stratégie de remédiation aux risques moyen terme et vision long terme. Ils permettent aussi de rappeler une nuance importante à faire entre engagement et activisme actionnarial. Même si ces pratiques partagent certaines tactiques en commun, elles ne visent pas à atteindre les mêmes objectifs. L'engagement suit une logique long terme pour la prise en compte des risques stratégiques alors que l'activisme suit une logique court terme en influençant la gouvernance des entreprises ou en prenant leur contrôle afin d'augmenter leur valorisation.

Mais alors, comment surmonter la « Tragédie des Horizons » à laquelle faisait référence le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mark Carney, à propos du changement climatique ? Comment prendre en compte et agir afin de limiter les risques collectifs susceptibles de se manifester bien au-delà de l'horizon des décideurs économiques et politiques ?

De nombreux débats qui agitent l'actualité économique sont en effet liés aux arbitrages que doivent faire les actionnaires et les dirigeants pour donner une réalité au concept de capitalisme des parties prenantes tout en maintenant un rendement suffisant pour démontrer que la maîtrise de ces risques ne passe pas forcément par une chute drastique de la croissance économique.

Les pratiques d'engagement actionnarial

Comme le définit l'institut Novethic,

« L'engagement actionnarial désigne le fait, pour un investisseur, de prendre position sur des enjeux Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) et d'exiger des entreprises visées qu'elles améliorent leurs pratiques dans la durée. (...) L'objectif de l'engagement actionnarial est de sensibiliser l'entreprise à des risques ESG pour lesquels ses actionnaires l'estiment insuffisamment préparée et à faire pression pour qu'elle modifie sa stratégie afin d'y faire face. Il répond à une logique d'escalade qui s'adapte aux réactions des entreprises ciblées. »



Source : Novethic

Dialogue : dans leur rôle d'actionnaires, les investisseurs établissent un dialogue régulier avec les sociétés. Cette pratique, réservée en particulier aux acteurs de la gestion a pour objectif de créer des relations de long-terme avec les sociétés en portefeuille. Lors de ces rencontres avec les sociétés, les échanges portent sur les sujets qui peuvent avoir un impact sur le long-terme. Les pratiques de gouvernance défaillantes, la mauvaise prise en compte des risques extra-financiers ou encore le sous-investissement dans les moteurs de la création de valeur à long terme.

Vote : dans une logique d'escalade, il peut parfois arriver qu'un investisseur considère que le dialogue avec l'entreprise n'est pas suffisant et qu'il est nécessaire de rendre visible ces doutes ou inquiétudes. Dans ce cas, il est possible de faire usage de son droit d'actionnaire afin de poser des questions en assemblée générale, auxquelles l'entreprise est obligée de répondre publiquement. Dans le même registre, les votes négatifs peuvent aussi compliquer le fonctionnement de l'entreprise (approbation des comptes, rémunération des dirigeants, sièges au conseil d'administration).

Résolution : Au-delà des votes, il est possible pour un actionnaire atteignant une certaine taille (0,5% du capital) d'inscrire des points ou des projets de résolution à l'ordre du jour d'une assemblée générale. Les dépôts de résolution en assemblée générale sont des pratiques encadrées différemment d'un pays à l'autre. Pour autant elles suivent toutes la même logique : accroître la transparence en assemblée générale, améliorer l'accessibilité et la lisibilité des projets stratégiques et permettre aux actionnaires de prendre position sur des sujets qui leur paraissent prioritaires.

Exclusion : Lorsque l'ensemble des approches citées précédemment ont échoué, les actionnaires peuvent décider d'exclure l'entreprise ciblée de leurs portefeuilles et le faire savoir, afin d'alerter les autres actionnaires sur les risques détectés et de pousser l'entreprise à les prendre en compte.

Le développement des pratiques d'engagement actionnarial sous-tend la capacité d'une institution financière à détecter des risques moyen ou long terme qui pourraient avoir un impact sur la valorisation de l'entreprise. Pour autant, le fait de remédier à ces risques dans le présent peut avoir un coût, que ce soit dans le cadre d'investissements ou bien du fait du déploiement de plans stratégiques. Ces coûts auront ensuite un impact sur la valorisation actuelle. Il existe donc un biais qui encourage les entreprises à ne pas (ou peu) prendre en compte ces enjeux afin de ne pas impacter leur valorisation actuelle, ce qui, pourtant, risque d'impacter leur stabilité dans un horizon de temps plus long. Il existe donc très souvent une absence de corrélation entre la réalité extra-financière et les objectifs de rentabilité.

Afin de palier à ce biais, de nombreux travaux se développent et visent en particulier à valoriser le capital immatériel afin de mieux tenir compte des efforts faits par les entreprises pour effectuer leur transition, réduire leurs dépenses aux ressources naturelles ou améliorer les conditions de travail dans leurs organisations.

C'est le cas par exemple des méthodes de valorisation du capital immatériel qui, nées du manque de représentativité des normes comptables, ont, depuis leur origine, été associées à la richesse cachée de l'entreprise, cette fraction de sa valeur que l'on ne peut lire dans les comptes sociaux. Dès l'apparition de ce concept au début des années 90, les spécialistes du sujet ont cherché à en déterminer la valeur, via diverses modélisations. Pour autant, la complexité des modèles a freiné l'émergence d'une méthode fiable et reconnue par l'ensemble des acteurs économiques. Aujourd'hui, la méthode la plus souvent citée en exemple est celle issue du livre « Valoriser le capital immatériel » d'Alan Fustec & Bernard Marois, publié en 2006.

Dans le même ordre d'idée, afin de questionner les pratiques de comptabilité et de valorisation, on peut citer la méthode CARE qui applique les normes comptables traditionnelles du capital financier aux capitaux naturels et humains afin de comptabiliser et intégrer la dégradation annuelle de ces derniers dans les comptes financiers des entreprises.

Pour autant, ces différentes initiatives restent à ce jour minoritaires et peuvent difficilement trouver leur place dans un environnement comptable international comme celui d'IFRS. Il s'agit donc d'un vrai défi pour la finance que d'intégrer les enjeux ESG dans la valorisation tout en prenant en compte les enjeux temporels et sans pour autant bénéficier d'un cadre comptable international incitatif.



Les horizons d'investissement

Bien entendu, au-delà même de la façon dont nous pouvons analyser les entreprises et les valoriser, il convient aussi de s'interroger sur l'horizon de placement. En effet, celui-ci s'est beaucoup réduit au cours des 40 dernières années. Au point même d'alerter des financiers légendaires comme Warren Buffet ou Jamie Dimon (JPMorgan Chase), qui exhortaient en 2018 les entreprises à ne plus annoncer d'objectifs pour leurs résultats trimestriels afin de sortir de la vision à court terme des marchés financiers qui nuit selon eux à l'activité économique. "Par expérience, nous savons que les indications sur les performances trimestrielles conduisent à une fixation malsaine sur les profits à court terme au détriment de la stratégie et de la croissance de long terme", déploraient-ils. (Source : Wall Street Journal - 2018)

Dans un autre registre, la façon même dont nous étudions les performances des fonds d'investissement et dont nous comparons les gérants entre eux génère sans nul doute un biais cognitif à court terme. En ce sens, l'obligation réglementaire Disclosure, qui incite les institutions financières depuis le 10 mars 2021 à intégrer les risques en matière de durabilité dans les politiques de rémunération peut être considéré comme une avancée singulière. Reste ensuite à convaincre les distributeurs de mettre en avant les gérants ayant les meilleures performances à 3 ou 5 ans, plutôt qu'au trimestre précédent.

L'évolution des pratiques de gouvernance

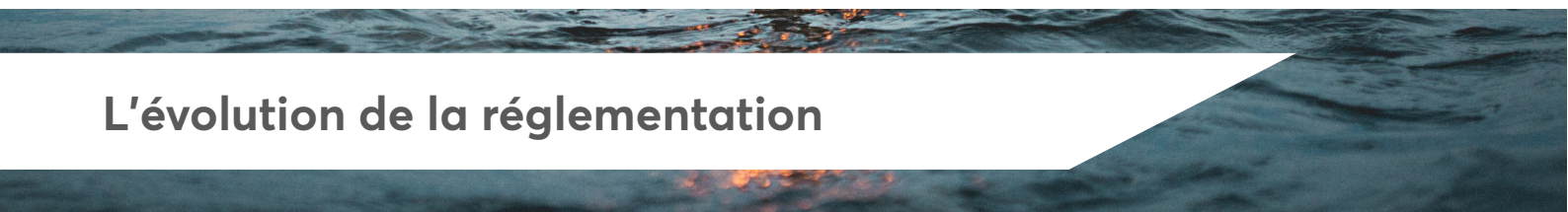
Les dirigeants d'entreprises l'affirment souvent : « Je suis ici pour servir les actionnaires », mais nous pourrions nous poser aussi la question inverse : les pratiques des actionnaires servent-elles toujours les intérêts de l'entreprise ? Et si ce n'est pas toujours le cas... Alors comment attirer des investisseurs de long court ? Cette réflexion soulève beaucoup de problèmes stratégiques et éthiques que les entreprises connaissent bien, et certaines d'entre elles ont su proposer des solutions afin d'attirer des parties prenantes actives et servant les intérêts de l'entreprise.

Une action dite « ordinaire » confère à son détenteur, l'actionnaire, un double droit : celui de prendre part aux décisions dans la vie de l'entreprise, qui se matérialise par le droit de vote aux assemblées générales, et celui de recevoir une partie des bénéfices de l'activité de l'entreprise sous forme de dividende. Sur cette base, il est ensuite possible de déroger à ces règles pour créer des actions dites « de préférence ». Ces dernières ont pour caractéristiques principales de donner à leurs détenteurs des avantages pécuniaires ou non financiers (comme une prime de fidélité, un dividende majoré ou une information privilégiée) et peuvent aussi se traduire par la suppression de certains droits attachés aux actions ordinaires, comme le droit de vote.

Pour exemple, le dividende majoré est l'un des instruments de fidélisation des actionnaires les plus performants. Une poignée de sociétés ont adopté et maintiennent ce dispositif en France comme Air Liquide, L'Oréal, Engie, EDF, Sodexo ou encore Seb. D'autres ont dû y mettre un terme. Le groupe Lafarge a abandonné cette « prime de fidélité » depuis sa fusion avec le suisse Holcim par exemple.

Autre exemple, le droit de vote double qui a été instauré par la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014, dite « loi Florange » pour favoriser l'investissement de long terme dans les entreprises françaises. Cette prérogative accorde 2 droits de vote pour 1 action détenue pendant plus de 2 ans. Le principal avantage du droit de vote double est de stabiliser l'actionnariat. Il repose sur le principe selon lequel un actionnaire fidèle est le plus légitime pour prendre une décision au sein d'une société. Concrètement, les sociétés cotées concernées par la mise en place du droit de vote double devront identifier ceux de leurs actionnaires qui auront conservé leurs titres pendant au moins deux ans. Ceci n'est possible que pour les actions détenues au nominatif, c'est à dire au registre de la société. Les titres au porteur, c'est à dire ceux détenus anonymement comme dans la plupart des cas en France, ne peuvent donc bénéficier de cette mesure.

Une chose est sûre, les actions de préférence sont un bon moyen de sélectionner et de prendre soin de son actionnariat lorsque l'on est une société cotée, afin d'encourager les pratiques d'investissement vertueuses.



L'évolution de la réglementation

Enfin, au-delà de toutes les évolutions citées précédemment, il semble logique que le développement des pratiques d'engagement actionnarial passera aussi par une action du législateur.

En effet, il est tout à fait possible d'encadrer les pratiques financières grâce à différents leviers, qui mettront à l'abri les entreprises et les états des pratiques actionnariales qui n'agissent pas dans leurs intérêts. Nous pourrions par exemple citer les lois contre les fonds vautours. En effet, la Belgique s'est dotée d'une législation spécifique dès 2008 pour protéger les fonds destinés à la coopération pour le développement et à l'allègement de la dette. Puis en 2015, elle a plafonné les sommes que les fonds vautours peuvent obtenir en proportion du prix payé pour l'acquisition de la créance. Cette loi a fait l'objet d'un recours en annulation intenté par le fonds vautour NML Capital Ltd, domicilié dans les îles caïman, en 2016. Mais il a été rejeté.

En France, l'un des articles de la loi Sapin 2 vise spécifiquement à réguler l'action des fonds vautours sur le territoire français. Bien que cette disposition vise spécifiquement l'action des fonds vautours, la disposition en elle-même ne fait pas directement référence aux « fonds vautours », mais plus globalement à tous les « détenteurs de titres de créances » qui tentent d'obtenir la saisie de biens d'États étrangers en France.

Côté entreprise, aucune loi à ce jour ne les protège contre ce type de comportements. Le cas Danone pourrait-il être une opportunité pour le législateur de se saisir de ces sujets afin d'engager des consultations ? Espérons-le.



Sarah Labbé

Consultante ESG & RSE

Sarah est co-fondatrice et secrétaire générale de l'association les Acteurs de la Finance Responsable (AFR). Les Acteurs de la Finance Responsable (AFR) est une association déclarée dont l'ambition est de fédérer une communauté d'experts de la finance responsable et de contribuer au développement de bonnes pratiques autour des grands enjeux français et internationaux de la finance responsable. Après plusieurs années d'expérience dans le monde de la finance et des banques d'investissement, Sarah a décidé de s'engager pour soutenir le développement d'une finance durable et inclusive, au service des causes sociales et environnementales. Depuis près de 5 ans, elle accompagne les entreprises et les institutions financières qui s'engagent en faveur du développement durable.

C'est dans ce cadre qu'elle collabore avec Scaled Risk afin d'accompagner le développement de solutions toujours plus innovantes en matière de traitement de la donnée extra-financière. Intégration, réconciliation, dashboard, reporting, modélisation, simulation ESG... Les innovations Scaled Risk accompagnent la montée en compétences des institutions financières sur les sujets de finance responsable.

Vous souhaitez en savoir plus sur nos solutions?

Contactez notre équipe Sales de Scaled Risk:

+33 1 44 79 33 64

contact@scaledrisk.com