



Bertrand Jacquillat, Membre du Cercle des économistes

CERCLE DES ECONOMISTES

Les Rencontres Economiques d'Aix en Seine, 3/5 juillet 2020

Session 31 « Pour une finance éthique »

Samedi 4 juillet à 14h50

Le thème « Pour une finance éthique » regroupe un certain nombre de sujets et appelle un certain nombre de questions, dont notamment :

- Est-ce absurde de prétendre à une finance sans vice ?
- Crises et finance : responsable mais pas coupable ?
- Peut-on concilier impact sociétal et prise de responsabilité sans remettre en cause le modèle de croissance ?
- La RSE n'est-elle qu'un gage de bonne volonté ?
- Peut-on intégrer la conscience éthique dans un business model ?

Les trois dernières questions sont traitées dans les deux courts essais qui suivent.

Peut-on concilier impact sociétal et prise de responsabilité sans remettre en cause le modèle de croissance ?

En devenant la première « entreprise à mission » cotée le 26 juin prochain, Danone rejoindra la communauté des entreprises ayant choisi ce statut. Lancée il y a quelques années par la Camif, celle-ci regroupe entrepreneurs et dirigeants, individus et entreprises, convaincus que l'entreprise constitue un des plus puissants leviers de transformation du capitalisme pour répondre aux défis contemporains des sociétés. L'idée selon laquelle les entreprises ayant une raison d'être, et a fortiori les entreprises à mission, seraient mieux à même de contribuer à la solution des problèmes d'injustice sociale, d'inégalités, de réchauffement climatique et d'environnement fait son chemin, y compris au sein du temple du capitalisme. Ainsi en va-t-il de la déclaration de la Business Roundtable américaine d'août 2019 qui porte les signatures de 181 dirigeants d'entreprises, dont Apple, Amazon, JP Morgan Chase, Walmart, Procter and Gamble, représentant 13000 milliards de dollars de capitalisation boursière, et de celle de janvier 2020 du Forum économique de Davos enjoignant aux entreprises d'abandonner le modèle du capitalisme actionnarial. Certes, il convient de se méfier de l'air du temps et des idées à la mode, surtout celles qui permettent de se donner bonne conscience. Incontestablement pour certains dirigeants, l'affichage RSE (responsabilité sociale et environnementale) constitue un exercice de communication pour donner une bonne image de leur entreprise. Ainsi, dans sa lettre annuelle aux entreprises Larry Fink, patron de Black Rock, le plus grand fond d'investissement au monde, incitait vivement leurs dirigeants à faire une contribution positive à la société dans son ensemble, ce qui suscita la réaction suivante de l'un d'entre eux « J'ai reçu un certain nombre de lettres de Larry Fink, mais je ne pense pas que ses gérants de portefeuille aient eu connaissance de leur contenu ». Certains économistes



Les Rencontres Économiques – Aix-en-Seine
3, 4 et 5 Juillet 2020 – July 3,4 & 5
Agir face aux dérèglements du monde
Dealing with world disorders

s'opposent aussi frontalement à l'argumentation de Milton Friedman en faveur de la valeur actionnariale comme objectif premier de l'entreprise. Pour ses détracteurs, le profit n'est pas en soi un objectif d'entreprise mais seulement une condition nécessaire pour atteindre une finalité. Si une entreprise substitue la recherche du profit à sa finalité, elle faillira sur les deux tableaux. Certes les temps ont changé depuis que Milton Friedman s'opposait il y a cinquante ans aux contributions faites aux organisations caritatives par les entreprises lesquelles, selon lui, feraient mieux, de distribuer davantage de dividendes et laisser à leurs actionnaires le soin d'effectuer les dons aux organisations de leur choix. Mais, tandis que les libéralités prodiguées aux associations caritatives sont bien distinctes des activités de l'entreprise, on ne peut séparer les activités de production de l'entreprise, par exemple des émissions de CO2 qui les accompagnent. L'entreprise à mission va donc prendre en compte à la fois les intérêts de toutes les parties prenantes (actionnaires, personnel, clients, fournisseurs...) et les préoccupations sociétales. Elle est ainsi parfaitement RSE compatible en soumettant l'objet social de l'entreprise à des impératifs « supérieurs ». Cette réaction hostile à la fois populaire et intellectuelle contre la valeur actionnariale, clé de voûte de la gouvernance des entreprises, n'en présente pas moins des dangers, y compris pour l'ensemble de la société. Le statut d'entreprise à mission, dont nul ne conteste la noblesse des intentions, pourrait conduire à un renforcement du capitalisme managérial, charriant avec lui les deux écueils bien connus et rencontrés notamment dans la seconde partie du vingtième siècle : l'absence d'un système clair de responsabilité financière qui protégerait les dirigeants et assurerait la stabilité de leur position, et l'absence de dynamisme qui donnerait aux dirigeants d'entreprise la latitude et la liberté de manœuvre auxquelles ils aspirent. Le soutien qu'ils apportent au statut de l'entreprise à mission serait peut-être aussi stratégique ; c'est un agenda managérial qui est recherché sous le prétexte de la défense de toutes les parties prenantes. En donnant l'illusion de la capacité qu'ont les dirigeants de l'entreprise à mission à défendre les intérêts de toutes les parties prenantes, elle saperait les incitations à satisfaire celles-ci par des réformes sociétales plus ciblées sur des objectifs bien définis. L'entreprise à mission servirait de patate chaude pour que toutes les parties prenantes, y compris l'Etat, puissent se défaire de leurs responsabilités. Les critères RSE ne seraient qu'un écran de fumée destinés à empêcher le législateur de s'incruster et d'instaurer des contraintes supplémentaires. Et pourtant le développement économique sans précédent que le monde a connu à partir du 19 ième siècle aurait été impossible sans les ressorts et les capacités organisationnelles de cette remarquable invention qu'est la société anonyme par actions, statut juridique de l'immense majorité des entreprises d'une certaine taille. La symbiose qui en est résulté entre leur structure de commandement hiérarchique et la concurrence qui s'exerce sur les marchés de biens et services a été extrêmement féconde. Et après tout, la valeur boursière d'une entreprise, dont le seul profit de l'exercice ne représente qu'une très petite partie, est une mesure externe objective sur laquelle les dirigeants peuvent être évalués, et qui certes englobe le court terme mais tient surtout compte du long terme. Sans doute convient-il de l'amender pour éradiquer les dérives du court-termisme: refuser d'offrir une « guidance » des bénéfices aux investisseurs, donner un bonus aux actionnaires qui gardent leurs titres suffisamment longtemps, faire dépendre les rémunérations variables des dirigeants des performances spécifiques des entreprises et non d'une conjoncture boursière favorable, interdire aux dirigeants de vendre les actions gratuites qu'ils ont reçu en rémunération variable avant leur départ en retraite. Et les qualités cognitives qu'il faut avoir pour déceler les tendances



sociétales et donc satisfaire à des principes éthiques sont sans doute les mêmes que celles qui sont nécessaires pour innover dans de nouveaux produits et développer de nouveaux marchés, avec pour résultat la création de valeur actionnariale. Et une entreprise connaîtra le succès et servira d'autant mieux les intérêts de ses actionnaires qu'elle se concentrera sur les besoins et les attentes de ses clients, de ses employés, de ses fournisseurs, et plus généralement des communautés qui l'entourent. Mais attention à ne pas jeter le bébé avec l'eau du bain, l'enfer est pavé de bonnes intentions, et il ne faut pas sacrifier le modèle de croissance au modèle sociétal.

Peut-on intégrer la conscience éthique dans un business model ?

Il existe une prise de conscience croissante du rôle que pourraient ou devraient jouer les entreprises pour la solution des problèmes sociétaux, la pure philanthropie, les aides gouvernementales et la réglementation ciblée n'y suffisant plus. Par ailleurs, un nombre croissant d'investisseurs expriment le souhait de faire le bien en même temps que bien faire leur métier. Et quand l'offre rejoint la demande...Ainsi, selon l'association d'investisseurs « Global Sustainable Investment Alliance », il y aurait 23000 Mds \$ de fonds gérés sous les auspices de la RSE, soit environ 25% de tous les actifs sous gestion dans le monde, une proportion qui ne cesse de croître. On donne le nom d'investisseurs à impact à cette catégorie d'investisseurs, qui recherchent des opportunités d'investissements financiers ayant un impact en termes de retombées sociétales et environnementales positives. Ainsi, ces gérants utilisent dans leur grille d'analyse de nombreux critères de développement durable sur lesquels les entreprises sont notées, dans le but d'orienter les investisseurs vers celles qui génèrent moins d'externalités négatives, sous forme de pollution et de réchauffement climatique par exemple. La croissance rapide du nombre d'investisseurs épousant ces préoccupations a donné lieu à un questionnement sur la compatibilité entre les anticipations de rentabilités financières et les impacts sociétaux de l'entreprise de par les biens et les services qu'elle produit d'une part et de par les activités opérationnelles qu'elles poursuivent d'autre part. La contribution de l'investisseur à l'impact de l'entreprise est celle qui accroît la valeur ajoutée sociétale de l'entreprise, au-delà de ce qu'aurait été celle-ci sans son investissement. L'investissement à impact se fait dans des entreprises qui produisent des biens et services ayant un contenu sociétal, ou qui génèrent des avantages ancillaires comme la création de bons emplois, la satisfaction du personnel, etc.. L'investisseur financier dont l'objectif est d'avoir un impact réel dans l'économie en réduisant les externalités négatives, quelles que soient les entreprises dans lesquelles il investit, doit répondre à la question suivante : « Comment dois-je composer mon portefeuille et quel comportement puis-je exiger des entreprises dans lesquelles j'investis, tout en satisfaisant mes objectifs financiers ? ». La réponse à une telle question n'est pas évidente pour deux raisons. La première est celle de la possibilité de substitution. Les entreprises qui ne veulent pas satisfaire aux critères des investisseurs à impact iront chercher chez d'autres investisseurs les capitaux dont elles ont besoin. Et la seconde tient au fait que les



Les Rencontres Économiques – Aix-en-Seine
3, 4 et 5 Juillet 2020 – July 3,4 & 5
Agir face aux dérèglements du monde
Dealing with world disorders

investisseurs, même s'ils sont des investisseurs à impact, n'en recherchent pas moins que les résultats financiers de leurs investissements soient en ligne avec ceux de solutions alternatives. Mais il est quasiment impossible à un investisseur motivé de peser sur la valeur ajoutée sociale d'une entreprise en achetant ses actions, surtout s'il s'agit de grandes entreprises cotées. L'investissement à impact prend ainsi place dans des domaines où s'exercent des frictions, c'est-à-dire où l'offre et la demande de financement éprouvent des difficultés à se rencontrer. Bien entendu l'impact sera plus facile à obtenir, à identifier, voire à mesurer dans une petite que dans une grande entreprise. L'investissement à impact est un investissement actif qui va au-delà de la décision passive de refuser d'investir dans un certain type d'entreprises, comme les « sin stocks », les actions des sociétés du vice (armement, drogue, tabac, alcools, jeu, etc.), ou les sociétés pétrolières à cause de leur contribution au réchauffement climatique. Certes d'autres investisseurs se substitueront à ces investisseurs à impact. Mais même l'exclusion dans de nombreux portefeuilles de telles sociétés a des effets indirects qui peuvent aller dans le sens de l'intérêt sociétal. Ainsi, les firmes polluantes auraient une base restreinte d'investisseurs prêts à partager les risques, ce qui provoque une moindre valorisation de leurs cours boursiers, et partant un accroissement de leur coût du capital. Si la hausse de leur coût du capital est supérieure au coût d'entreprendre des réformes qui la mettent en conformité avec les exigences sociétales des investisseurs à impact, ces sociétés seront alors incitées à devenir des entreprises RSE. De telles entreprises se réformeront de la sorte si la fraction du capital détenue par les investisseurs à impact est suffisamment élevée, d'au moins 25%, ce qui correspond à peu près à la situation actuelle. De plus, comme le montrent Landier et Lovo d'HEC dans un papier récent, les investisseurs à impact peuvent affecter le comportement des entreprises en concentrant leurs investissements dans un nombre limité de secteurs et d'entreprises, là où les pertes de bien-être liées aux externalités sont particulièrement élevées, et où la recherche de telles cibles est plus difficile. Il est clair aussi que les entreprises seront d'autant plus sensibles aux arguments, voire aux pressions, de l'investisseur à impact que la taille de ce dernier est élevée. Il est difficile de résister aux pressions d'un Blackrock ou d'un Amundi... Mais ces conditions n'ont pas été jugées suffisamment convaincantes par Bill Gates. Celui-ci a critiqué de manière véhémente dans un interview au Financial Times du 17 septembre 2019 les fonds de pension, l'Eglise d'Angleterre et la Fondation Rockefeller (sic) qui avaient désinvesti des entreprises énergétiques: « Ces désinvestissements n'ont en rien réduit un tant soit peu les émissions de CO₂, car comment priver de capital les sociétés métallurgiques ou pétrolières? Je ne connais pas de méthode qui puisse empêcher les émissions de CO₂ d'augmenter chaque année. Ceux qui veulent changer le monde feraient mieux de mettre leur argent et d'employer leur énergie à la promotion des technologies disruptives qui ralentissent les émissions de CO₂ et aident les gens à s'adapter au réchauffement climatique ».