

La finance : verte, responsable et durable ?

Investissements et dividendes

Pascal Quiry à Casablanca le 18 septembre 2018,
à l'invitation des membres anciens, actuels et
futurs de l'ICCF@HEC Paris



PIERRE VERNIMMEN
PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
**FINANCE
D'ENTREPRISE**
2019
dalloz

1. La finance : verte, responsable et durable ?



Les années 2017 et 2018 marquent l'accélération irréversible des préoccupations écologiques, sociales et durables au sein de la finance, et en particulier de la finance d'entreprise.



Les années 2017 et 2018 marquent l'accélération irréversible des préoccupations écologiques, sociales et durables au sein de la finance, et en particulier de la finance d'entreprise.

Au point que l'on peut prédire, paraphrasant avec un peu de grandiloquence André Malraux, que la finance d'entreprise sera à l'avenir verte, responsable et durable ou qu'elle ne sera pas !



PIERRE VERNIMMEN
PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
**FINANCE
D'ENTREPRISE**
2019
dalloz

En voici quelques
illustrations :



1/ Les analystes financiers du plus grand fonds souverain d'investissement du monde, The Fund de Norvège qui dispose de 870 Md€ d'actifs sous gestion, **sont dorénavant accompagnés d'analystes ESG** (critères environnementaux, sociaux et de gouvernance) lorsqu'ils rencontrent les dirigeants de l'une des 9 146 entreprises dans lesquelles le fonds est actionnaire, ou envisage de le devenir ;



2/ La Commission européenne a publié en mars 2018 « *sa stratégie pour amener le système financier à soutenir les actions de l'Union Européenne en matière de climat et de développement durable* » qui passe, en particulier, par :

*A - intégrer la **durabilité dans les exigences prudentielles** : réflexions en cours pour recalibrer les exigences de fonds propres applicables aux banques (le «facteur de soutien vert») pour les investissements durables, lorsque cela se justifie du point de vue du risque, tout en veillant à préserver la stabilité financière*



B - clarifier l'obligation, pour les gestionnaires d'actifs et les investisseurs institutionnels, de tenir compte des aspects de durabilité dans le processus d'investissement et renforcer leurs obligations en matière de publication d'informations ;

C - imposer aux entreprises d'assurance et aux entreprises d'investissement d'informer leurs clients sur la base de leurs préférences en matière de durabilité.



3/ Le président de Blackrock, qui gère plus de 5300 Md€ pour le compte de ses clients, a écrit dans sa lettre de 2018 aux dirigeants des plus grands groupes du monde :

« La société exige que les entreprises, cotées ou non, servent un objectif sociétal. Pour prospérer avec le temps, chaque entreprise doit non seulement délivrer des résultats financiers, mais aussi montrer en quoi elle apporte une contribution positive à la société. Les entreprises doivent bénéficier à toutes leurs parties prenantes, y compris les actionnaires, les employés, les clients et les communautés dans lesquelles ils opèrent. »



4/ La Banque Postale Asset management a annoncé qu'en 2020 la totalité de sa gestion d'actifs, 220 Md€, **allait basculer en ISR** (investissement socialement responsable).



4/ La Banque Postale Asset management a annoncé qu'en 2020 la totalité de sa gestion d'actifs, 220 Md€, **allait basculer en ISR** (investissement socialement responsable).

5/ Natixis annonce mettre en place au début 2019 un mécanisme interne d'allocation interne de capital prudentiel **en allouant moins de capital prudentiel** aux financements ayant un impact positif sur l'environnement, et de **en allouant plus de capital prudentiel** à ceux ayant un impact négatif.



PIERRE VERNIMMEN
PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
**FINANCE
D'ENTREPRISE**
2019
dalloz

Pourquoi maintenant ?



PIERRE VERNIMMEN
PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
**FINANCE
D'ENTREPRISE**
2019
dalloz

1 - La profession financière a besoin de se racheter depuis 2008



1 - La profession financière a besoin de se racheter depuis 2008

2- L'urgence écologique : épuisement des ressources de la terre et réchauffement climatique



1 - La profession financière a besoin de se racheter depuis 2008

2- L'urgence écologique : épuisement des ressources de la terre et réchauffement climatique

3 - La jeune génération cherche une mission et non un travail, un mentor plutôt qu'un chef et veulent avoir un impact dans ce qu'il font



1 - La profession financière a besoin de se racheter depuis 2008

2- L'urgence écologique : épuisement des ressources de la terre et réchauffement climatique

3 - La jeune génération cherche une mission et non un travail, un mentor plutôt qu'un chef et veulent avoir un impact dans ce qu'il font

4 - Les comportements moutonniers fréquents en finance



PIERRE VERNIMMEN
PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
**FINANCE
D'ENTREPRISE**
2019
dalloz

Quelles formes concrètes prend tout ceci ?



Au niveau des investisseurs :

L'avènement de l'ISR (investissement socialement responsable) ne date pas d'aujourd'hui . . . mais du 18^e siècle.

Mais leur volume s'accélère : + 15 %/2016, x 15 depuis 2005

Tout en restant modeste par rapport au total (135 Md€ sur 2200 Md€), même si 50 % des investisseurs institutionnels déclarent prendre en compte des critères extra financiers dans leurs décisions de placement.



Au niveau des investisseurs :

A un investisseur qui lui demandait publiquement s'il était plus intéressé par la durabilité de sa société ou de celle de la planète, le président de Shell a répondu que son groupe ne devait plus se définir comme un groupe pétrolier et gazier, mais comme « *an energy transition company* ».

De la même façon, les banques européennes et certaines compagnies d'assurance (Allianz, Axa) ont cessé de financer la production d'électricité à partir de charbon.

Au niveau des investisseurs :

Des critères, dits ESG, environnementaux, sociaux et de gouvernance, ont été définis afin de permettre aux investisseurs ISR **de sélectionner les entreprises** qui leur paraissent les plus vertueuses, et aux entreprises d'agir concrètement dans le sens de leur RSE.

- stratégie *Best in Class*
- stratégie *Best effort*
- stratégie *norm-based screening*



Au niveau des entreprises :

Les volumes de financement verts ou durables sont encore **marginiaux** pour l'instant, **mais en très forte croissance**.

Sont ainsi concernés :

- les obligations vertes,
- les prêts verts,
- les obligations responsables,
- les lignes de crédit confirmées (RCF) vertes ou responsables

Nécessité de l'intervention d'une agence de notation ESG.



Au niveau des entreprises :

Les produits de financement de type ESG sont aussi un outil de **mobilisation en interne des collaborateurs de l'entreprise** : les objectifs ESG deviennent plus concrets car leur non-respect s'accompagne d'une sanction financière (faible) et d'un impact psychologique certainement non négligeable.



PIERRE VERNIMMEN
PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
**FINANCE
D'ENTREPRISE**
2019
dalloz

Quelles difficultés ?



Comment apprécier, noter et classer les entreprises selon des critères ESG ? Quels critères sont les plus pertinents et pour qui ?

- Certainement l'appréciation doit se faire par secteur.
- Des agences se sont développées pour noter les entreprises sur leur politique ESG, les agences de notation classiques et les cabinets d'audit essaient également d'occuper ce terrain tout comme les agences de certification alors que des normes (ISO) devraient être lancées.



Un des problèmes soulevés par ces produits est que les fonds levés doivent être fléchés vers des investissements ESG. **Ils sont donc faciles à émettre pour des entreprises affichant de lourds investissements (énergie, immobilier, ...), mais beaucoup plus complexes à mettre en œuvre pour les industries de matière grise.**

Dans le cadre actuel, ces entreprises se trouvent donc largement privées de cet outil, même si par ailleurs elles peuvent afficher des comportements ESG en pointe.



Différence entre l'approche **holistique** des sujet ESG versus l'approche par **projets ciblés**.

La première, **holistique**, est certainement plus ambitieuse mais difficile à mesurer, homogénéiser et à appréhender pour les tiers à l'entreprise. On peut craindre les surenchères de communication, de l'écoblanchissement (*greenwashing*) sans réelle action pour faire dans le politiquement correct.



Différence entre **l'approche holistique** des sujet ESG versus l'approche par **projets ciblés**.

La première, **holistique**, est certainement plus ambitieuse mais difficile à mesurer, homogénéiser et à appréhender pour les tiers à l'entreprise. On peut craindre les surenchères de communication, de l'écoblanchissement (*greenwashing*) sans réelle action pour faire dans le politiquement correct.

La seconde approche, **par projets**, est plus concrète pour les investisseurs, mais fait courir le risque de financer des entreprises qui globalement n'ont pas des ambitions ESG fortes et qui communiquent uniquement sur quelques projets.



PIERRE VERNIMMEN
PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
**FINANCE
D'ENTREPRISE**
2019
dalloz

Et demain ?



Nous pensons qu'une entreprise qui choisirait d'ignorer ces préoccupations se condamnerait à disparaître à terme sous le double effet :

- d'un **renchérissement de son coût du capital**, les investisseurs refusant progressivement de la financer ou à des coûts de plus en plus élevés, la pénalisant ainsi par rapport à ses concurrents ;
- et d'une **difficulté croissante à attirer des talents humains** sans lesquels tout est beaucoup plus compliqué ;

sans compter le risque permanent d'être montré du doigt et de subir l'opprobre de la société.



La bonne nouvelle est que la vision long terme ne semble pas exclusive d'une performance financière :

Du côté des **entreprises**, le BCG montre que, sur un échantillon de 343 groupes dans 5 secteurs, les entreprises à fort score ESG ont des marges plus élevées que les autres.

Du côté des **investisseurs**, Russel Investment démontre que les gérants d'actifs créant le plus de valeur possèdent déjà dans leur portefeuille un grand nombre de titres répondant aux critères ESG.



PIERRE VERNIMMEN
PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
**FINANCE
D'ENTREPRISE**
2019

dalloz

Et le directeur financier dans tout cela ?



Il ne doit pas se trouver perdu, bien au contraire, puisque l'un de ses rôles est de garantir le financement de l'entreprise pour assurer sa pérennité, et qu'un autre est de gérer les risques financiers, aussi pour garantir la pérennité de l'entreprise.

La durabilité, au cœur des préoccupations ESG, est son fil rouge (ou vert ?) depuis longtemps tel Monsieur Jourdain qui faisait de la prose sans le savoir . . .



Porte-parole au sein de l'entreprise des investisseurs qui la finance, le rôle du directeur financier est aussi de garantir la sincérité des engagements ESG pris car la sincérité crée la confiance.



Porte-parole au sein de l'entreprise des investisseurs qui la finance, le rôle du directeur financier est aussi de garantir la sincérité des engagements ESG pris car la sincérité crée la confiance.

Et sans confiance, il n'y a pas de financement possible.



2. Investissements et dividendes



Investissement et dividendes : 3 rappels

1^{er} rappel

Le dividende, objet de tous les fantasmes et d'une erreur monumentale : ce n'est pas la rémunération de l'actionnaire, comme le salaire est la rémunération du salarié, mais la liquéfaction partielle de son patrimoine



Investissement et dividendes : 3 rappels

Second rappel

L'investissement n'est pas un devoir patriotique. On investit parce que l'on pense qu'il y a une demande et que l'on pourra couvrir le coût des capitaux mobilisés pour réaliser les investissements nécessaires.

La rentabilité n'est pas un diktat, c'est une clef d'affectation d'une ressource rare, l'épargne.

Au cours du temps d'autres clefs de répartition ont été testées sans grand succès : la planification centrale en URSS ou dans la Chine de Mao. D'autres expériences sont en cours au Venezuela et en Corée du Nord.



Investissement et dividendes : 3 rappels

Troisième rappel

Dans les pays à maturité, l'investissement prend de moins en moins la forme traditionnelle d'achats d'immobilisations corporelles

Qui a envie de construire de nouvelles autoroutes ? Ou des EPR ?

Et de plus en plus la forme de l'immatériel qui passe en compte de résultat : salaires dans les start-ups.

Le développement de l'économie du partage (voiture, immobilier) renforce cette tendance.



PIERRE VERNIMMEN
PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
**FINANCE
D'ENTREPRISE**
2019
daloz

Investissement et dividendes : un sophisme

Verser plus de dividendes, c'est réduire d'autant les investissements

ou

Si on versait moins de dividendes, on pourrait investir plus



Investissement et dividendes : un sophisme

Comme tout sophisme, il paraît vrai à prime abord.

En effet à l'instant t , au niveau d'une firme, l'argent existe en quantité finie et en allouer plus à un poste revient à en allouer moins à un autre, en tout cas à endettement relatif constant, et à périmètre d'activités constant, et sans augmentation de capital.



Investissement et dividendes : un sophisme

En effet, on oublie alors :

Premièrement que ce ne sont pas systématiquement les mêmes groupes qui versent des dividendes et ceux qui font des investissements.

Un double exemple emblématique aux Etats-Unis :

	Apple			
en Md\$	2014	2015	2016	2017
Ventes	183	231	214	229
Investissements	9,6	11,2	12,7	12,8
en % de la dotation aux amortissements	122%	99%	121%	126%
Dividendes et rachats d'actions	55,4	46,3	41,5	45,7



Investissement et dividendes : un sophisme

PIERRE VERNIMMEN
FINANCE
D'ENTREPRISE
2019
PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
daloz

En effet, on oublie alors :

Premièrement que ce ne sont pas systématiquement les mêmes groupes qui versent des dividendes et ceux qui font des investissements.

Un double exemple emblématique aux Etats-Unis :

	Apple					Google			
en Md\$	2014	2015	2016	2017	en Md\$	2014	2015	2016	2017
Ventes	183	231	214	229	Ventes	66	74	90	111
Investissements	9,6	11,2	12,7	12,8	Investissements	11	9,9	10,2	9,9
en % de la dotation aux amortisseme	122%	99%	121%	126%	en % de la dotation aux amortisseme	314%	241%	192%	240%
Dividendes et rachats d'actions	55,4	46,3	41,5	45,7	Dividendes et rachats d'actions	0	1,8	3,7	1,8



Investissement et dividendes : un sophisme

Et en France, au sein du CAC 40 hors financières, de 2005 à 2016 :

Seuls 4 des 9 plus gros payeurs de dividendes font aussi partie des 9 plus gros investisseurs (Total, Orange, Engie et ArcelorMittal).

Sanofi, Vivendi, LVMH, L'Oréal et Danone font partie du top 9 des dividendes, mais pas du top 9 des investissements.



Investissement et dividendes : un sophisme

A l'inverse, Airbus, Carrefour, Véolia, Renault et Peugeot font partie du top 9 des investissements, sans faire partie du top 9 des dividendes.

Mais payer de gros dividendes n'empêche pas de faire des investissements importants puisque les 9 plus gros payeurs de dividendes (66 % des dividendes versés) font 59 % des investissements.



Investissement et dividendes : un sophisme

Le dividende est le moyen privilégié de réallouer du capital des entreprises à maturité qui n'en n'ont plus besoin, et qui en génèrent plus qu'elles en peuvent en utiliser sans tomber dans le surinvestissement, vers des entreprises qui en ont aujourd'hui besoin et qui, un jour ou l'autre, leur succéderont.

**Les dividendes et les rachats d'actions
sont des outils anti-rentes.**



Investissement et dividendes : un sophisme

Deuxièmement, on oublie le temps et la dynamique des flux au sein de l'entreprise

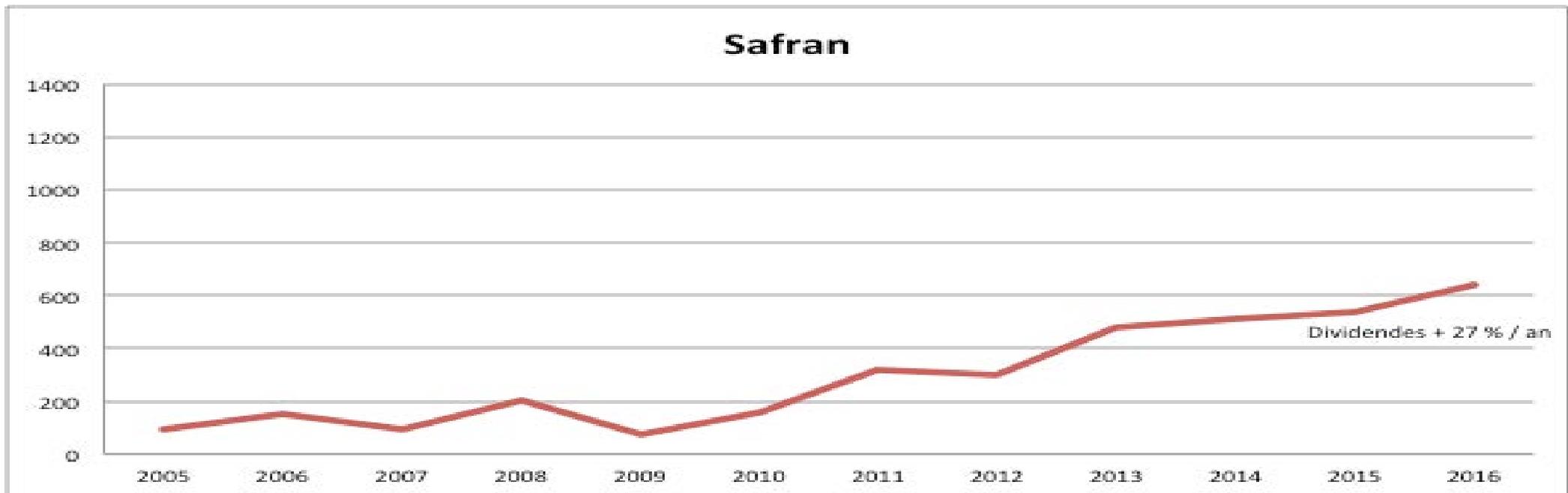
Maintenir constant quelques années un dividende par action peut permettre de faire plus d'investissements qui pourront permettre de verser plus de dividendes plus tard.



Investissement et dividendes : un sophisme

PIERRE VERNIMMEN
PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
**FINANCE
D'ENTREPRISE**
2019
daloz

Deuxièmement, on oublie le temps et la dynamique des flux au sein de l'entreprise

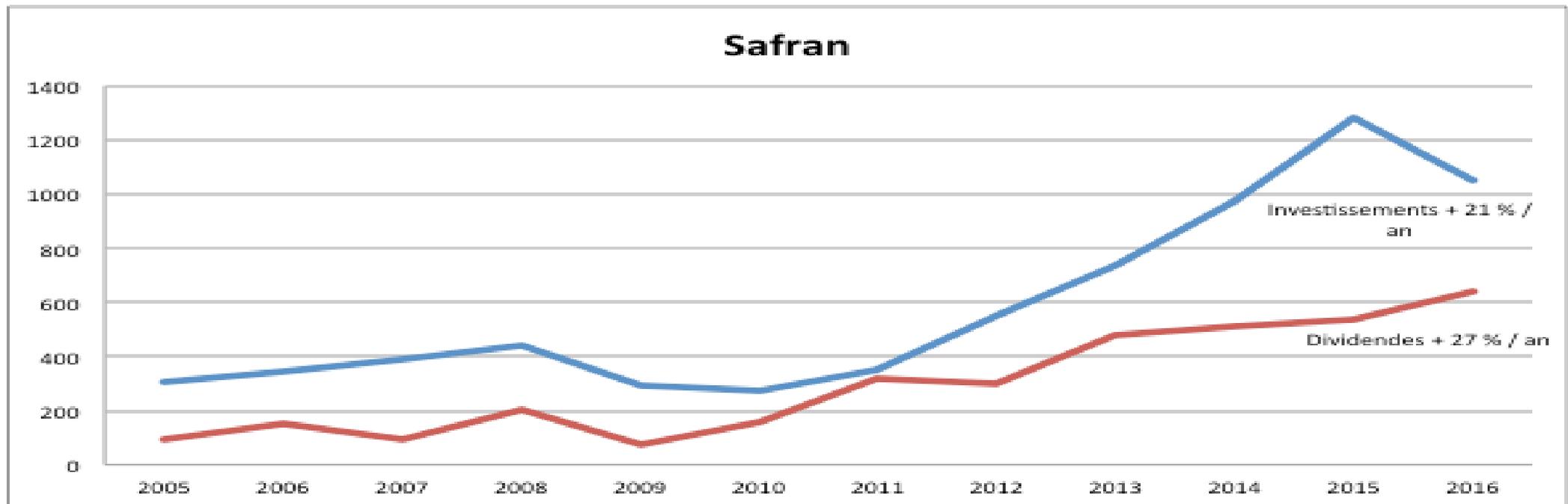




Investissement et dividendes : un sophisme

PIERRE VERNIMMEN
PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
**FINANCE
D'ENTREPRISE**
2019
daloz

Deuxièmement, on oublie le temps et la dynamique des flux au sein de l'entreprise

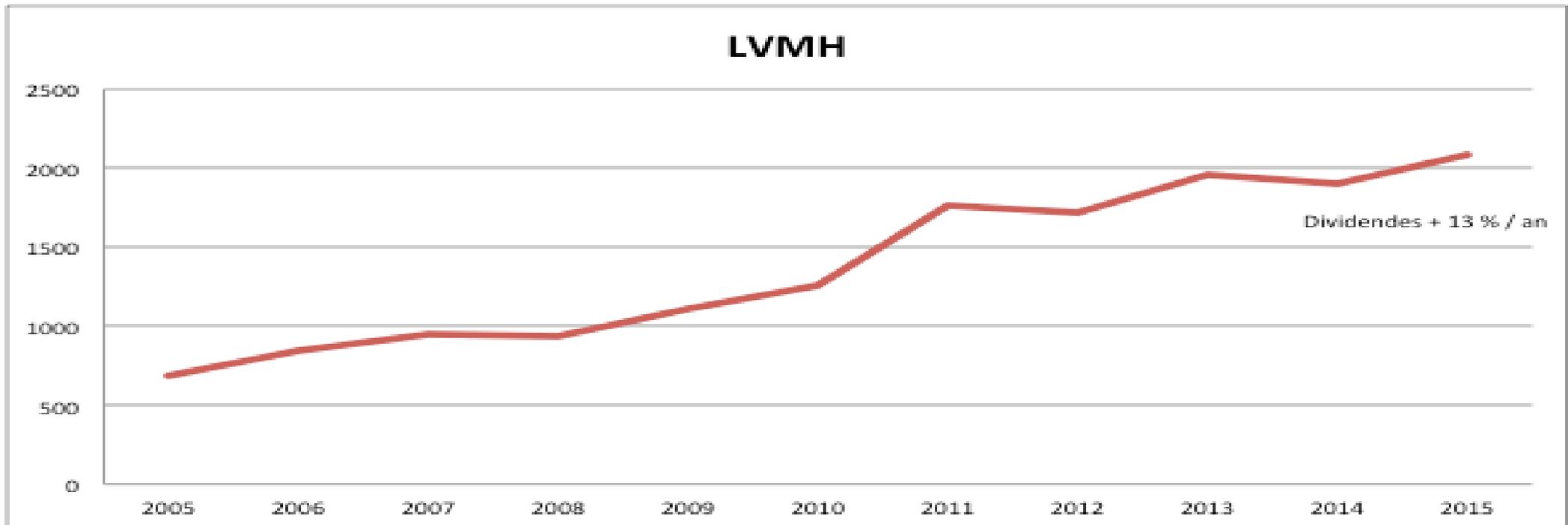




Investissement et dividendes : un sophisme

PIERRE VERNIMMEN
PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
**FINANCE
D'ENTREPRISE**
2019
daloz

Deuxièmement, on oublie le temps et la dynamique des flux au sein de l'entreprise. Un second exemple :

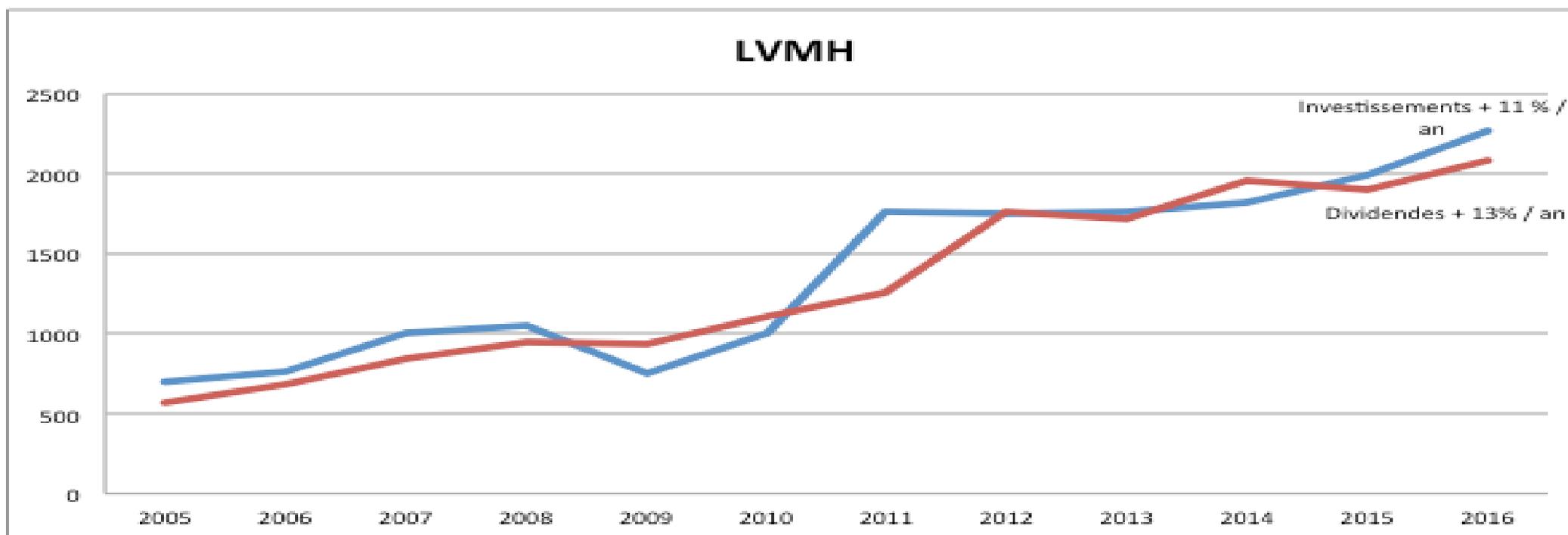




Investissement et dividendes : un sophisme

PIERRE VERNIMMEN
PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
FINANCE D'ENTREPRISE
2019
daloz

Deuxièmement, on oublie le temps et la dynamique des flux au sein de l'entreprise. Un second exemple :

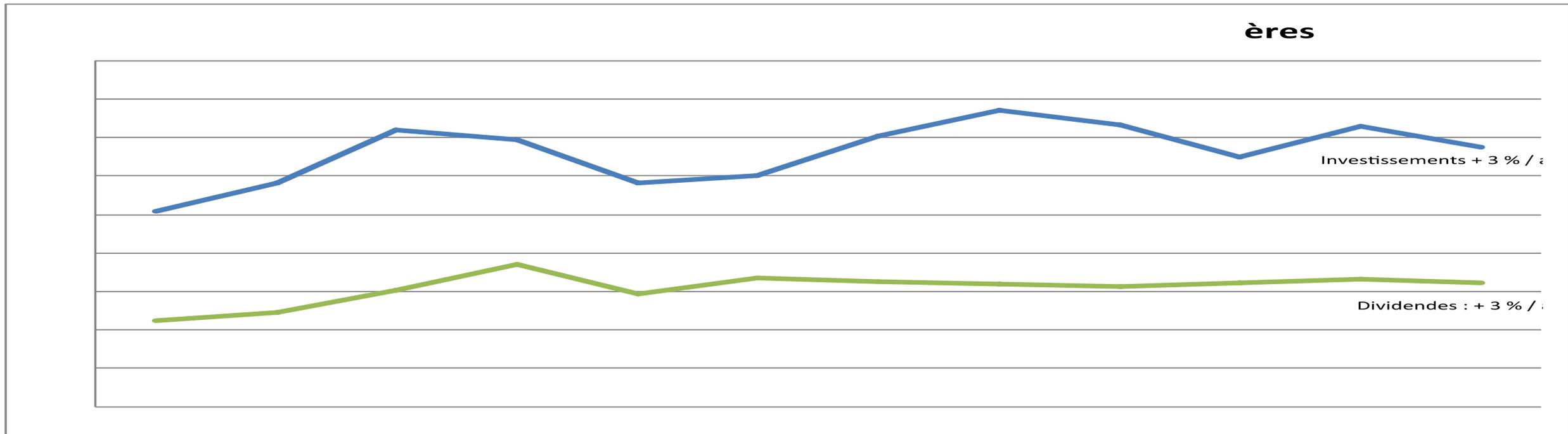




Investissement et dividendes : un sophisme

PIERRE VERNIMMEN
PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
**FINANCE
D'ENTREPRISE**
2019
daloz

Deuxièmement, on oublie le temps et la dynamique des flux au sein de l'entreprise. Pour l'ensemble du CAC hors financières:





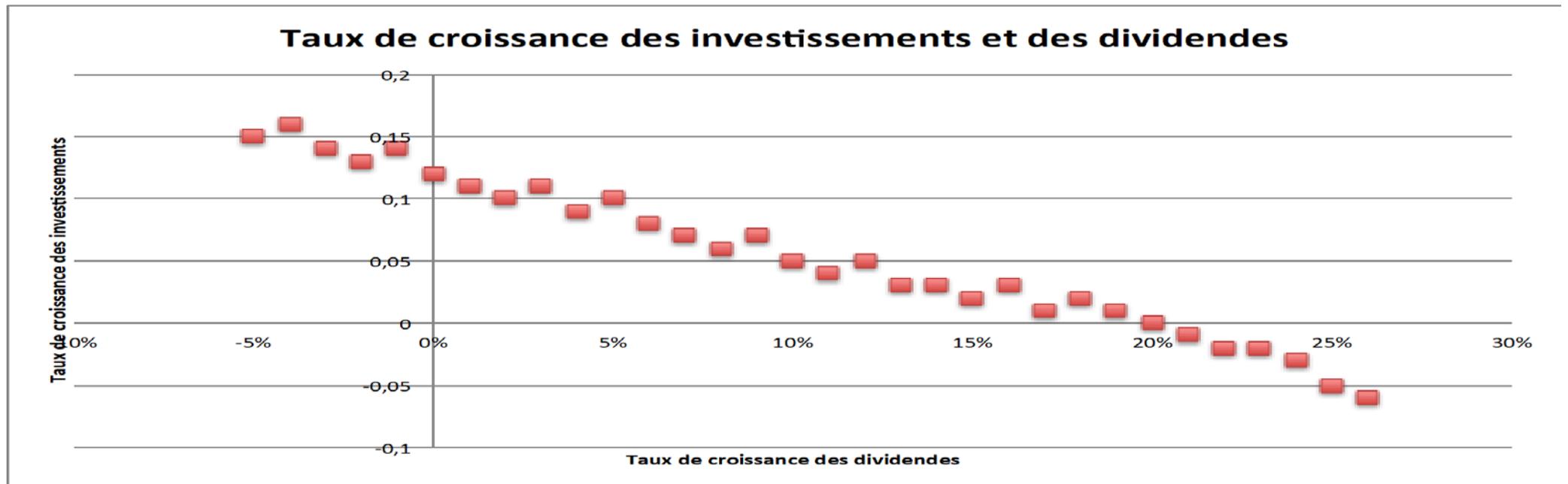
Investissement et dividendes : un sophisme

Si verser plus de dividendes conduisait à moins investir, on devrait observer au cours du temps un graphique de ce style :



Investissement et dividendes : un sophisme

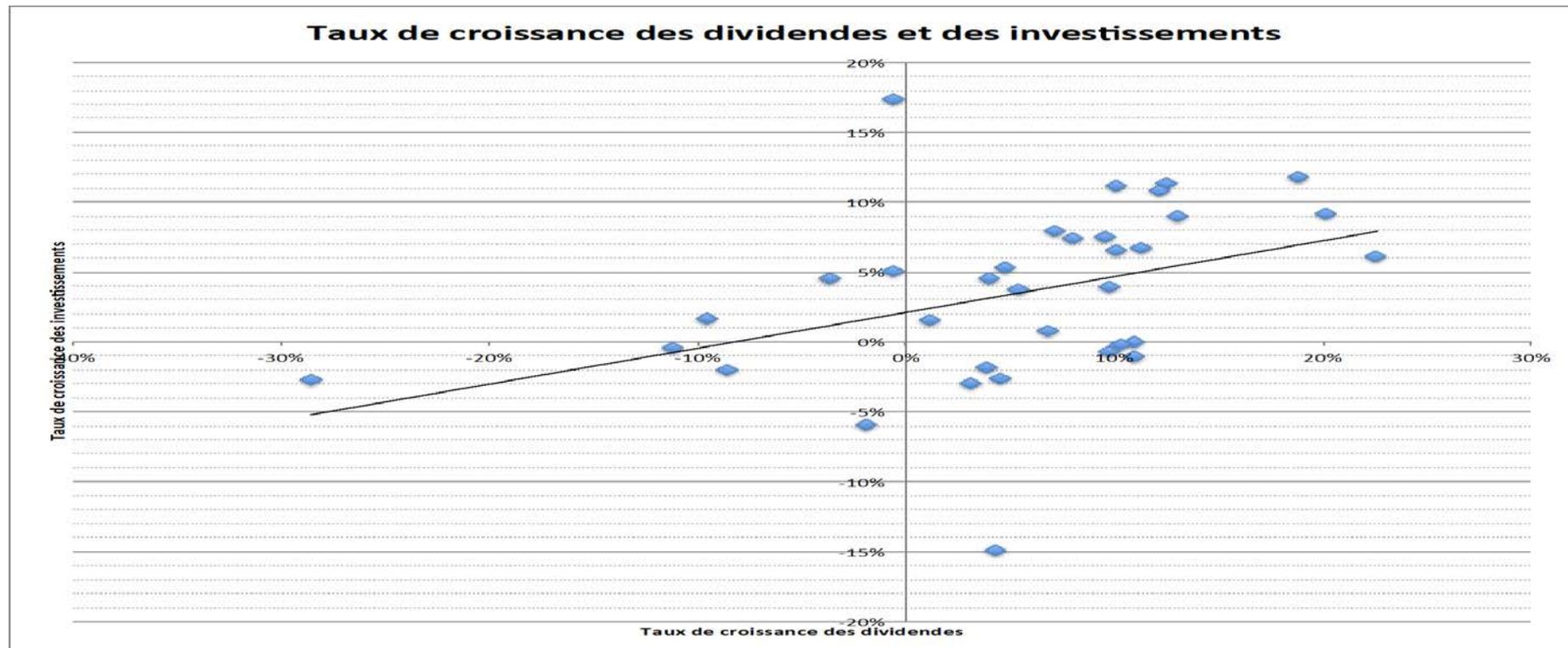
Si verser plus de dividendes conduisait à moins investir, on devrait observer au cours du temps un graphique de ce style :





Investissement et dividendes : un sophisme

Or le graphique que l'on observe sur le CAC 40, hors financières, entre 2005 et 2016, est le suivant :





PIERRE VERNIMMEN
PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
**FINANCE
D'ENTREPRISE**
2019

dajoz

Merci de votre attention

Cette présentation est disponible
sur le site vernimmen.net