Chapitre 1

Vers une finance d'entreprise verte, durable et responsable

La bande annonce d'un monde qui change.

1.1 Le financier d'entreprise, qu'il soit une femme ou un homme, est, dans son rôle premier, responsable de l'approvisionnement de l'entreprise en capitaux !

Il se situe donc à l'intersection de **l'économique**, l'industrie, les services… (« l'économie réelle ») et du **financier**, c'est-à-dire des différents marchés de capitaux et institutions financières (« la sphère financière »).

Il a aussi deux autres rôles : celui d'**un contrôleur de la rentabilité, des risques et des engagements** pris par l'entreprise, pour ainsi garantir sa durabilité ; et celui d'un **stratège**, qui peut faire de lui le bras droit du dirigeant.

Le financier d'entreprise évolue dans un environnement qui connaît une mutation irréversible due à la montée des préoccupations environnementales, sociales et de gouvernance au sein de la société. Cette évolution affecte naturellement et durablement la finance d'entreprise, lentement sur certains aspects, beaucoup plus rapidement sur d'autres.

Cette évolution de la finance d'entreprise nous paraît tellement importante que nous y consacrons les trois premières sections de ce chapitre d'introduction, avant de revenir ensuite sur les fonctions du financier d'entreprise qui a sa part à jouer dans la transition énergétique et sociale.

Section 1 ■ Une mutation en cours sans précédent

Ces dernières années 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 !

1 ■ Quelques faits emblématiques

1.2 Voici quelques faits récents, parmi d'autres, qui illustrent cette accélération dans la prise de conscience écologique, sociale et durable dans le monde financier :

1/ Les analystes financiers du plus grand fonds souverain d'investissement du monde, The Fund de Norvège qui dispose de 950 Md€ d'actifs sous gestion, lorsqu'ils rencontrent les dirigeants de l'une des 9 202 entreprises dans lesquelles le fonds est actionnaire, ou envisage de le devenir, sont dorénavant accompagnés d'analystes ESG (critères environnementaux, sociaux et de gouvernance) ;

2/ Larry Fink, président de Blackrock, qui est le plus grand gestionnaire d'actifs au monde avec 5 800 Md€ gérés pour le compte de ses clients, a écrit dans sa lettre de 2018 aux dirigeants des plus grands groupes du monde dont BlackRock est actionnaire :

« 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. »

Déjà en 2016, Larry Finck écrivait : « Sur le long terme, les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) – allant du changement climatique à la diversité en passant par l'efficacité du conseil – ont des impacts financiers réels et quantifiables. »

3/ La Banque Postale Asset management a annoncé qu'à fin 2020 la totalité de sa gestion d'actifs, 222 Md€, aurait basculé en ISR (investissement socialement responsable).

4/ La Commission européenne a publié en 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 par :

« – établir un langage commun pour la finance durable, autrement dit un **système de classification unifié (taxinomie) de l'UE**, afin de définir ce qui est durable et d'identifier les domaines dans lesquels les investissements durables peuvent avoir la plus forte incidence ;

– créer des **labels de l'UE** pour les produits financiers verts, sur la base de ce système de classification de l'UE : les investisseurs pourront ainsi déterminer facilement les investissements qui respectent des critères de faibles émissions de carbone ou d'autres critères environnementaux ;

– 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 ;

– imposer aux entreprises d'assurance et aux entreprises d'investissement d'informer leurs clients sur la base de leurs préférences en matière de durabilité ;

– intégrer la **durabilité dans les exigences prudentielles** : les banques et les entreprises d'assurance sont une source de financement externe importante pour l'économie européenne. La Commission examinera s'il est envisageable de 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 ;

– renforcer la transparence en matière de **publication d'informations par les entreprises** : nous proposons de réviser les lignes directrices relatives à la publication d'informations non financières, afin de les aligner davantage sur les recommandations formulées par le groupe de travail du Conseil de stabilité financière sur la publication d'informations financières relatives au climat. »

5/ Natixis a mis en place en 2019 un mécanisme volontaire d'allocation interne de capital prudentiel conduisant à abaisser le coût des financements ayant un impact positif sur l'environnement, au détriment des financements ayant un impact négatif, dont elle hausse ainsi le coût. Par ailleurs, elle oriente ses engagements vers les acteurs ayant une démarche positive en la matière.

2 ■ Des racines anciennes ou récentes

1.3 On peut se demander pourquoi cette forte accélération a lieu en 2017-2018 et non pas il y a 5 ou 6 ans, ou dans 4 à 5 ans. Difficile à dire. Comme toute lame de fonds, celle-ci naît de plusieurs facteurs, se développe lentement, progressivement puis, à partir d'un moment, jaillit et bouscule tout sur son passage.

Il est indéniable que **la crise financière de 2007-2008** a profondément marqué les esprits, probablement beaucoup plus qu'on ne le pensait et sensiblement plus qu'aucune autre crise financière, mis à part celle de 1929. Elle a naturellement marqué les directeurs financiers dans leur pratique de gestion financière (voir le chapitre 41). Elle a aussi profondément marqué le grand public qui a retenu que les *subprimes*[1], c'était endetter ses clients au-delà du raisonnable, en faisant supporter le risque pris par les autres, afin de s'enrichir soi-même, et après moi le déluge. Moralement inacceptable. Plus jamais cela.

L'urgence écologique est un autre facteur : l'épuisement des ressources de la Terre probablement surestimé compte tenu de l'ingéniosité humaine, et le réchauffement climatique, dont il est à craindre en revanche qu'il soit sous-estimé.

Enfin, **la désaffection pour les idéologies**, les difficultés grandissantes des États à tenir leurs rôles traditionnels depuis l'après-guerre de protection et de répartition font que les individus cherchent désormais du sens là où ils passent l'essentiel de leur vie : dans leur travail. En particulier les plus jeunes dont beaucoup cherchent une mission et non un travail, un mentor plutôt qu'un chef et veulent avoir de l'impact, du sens, dans ce qu'ils font. On attend donc beaucoup plus de l'entreprise aujourd'hui qu'hier. D'où par exemple, le rapport de Nicole Notat et Jean-Dominique Senard, *Entreprise et intérêt général*, qui affirme que l'entreprise a une raison d'être et qu'elle contribue à l'intérêt collectif.

1 Pour nos jeunes lecteurs, voir *La Lettre Vernimmen.net* n° 60 d'octobre 2007, ou le film *The big short*.

Sans être cyniques, ne négligeons pas également **les comportements moutonniers** que nous connaissons bien en finance. Les annonces se répondent les unes aux autres avec des objectifs toujours plus ambitieux. Ne nous en plaignons pas, mais il va falloir maintenant délivrer.

Section 2 ▪ Une impulsion décisive des investisseurs

1.4 Quelles formes concrètes prend tout ceci ?

Au niveau des investisseurs, les préoccupations de **l'investissement responsable** ont commencé à apparaître dès le XVIIIe siècle au sein de communautés religieuses (quakers, méthodistes) qui interdisaient à leurs membres d'investir dans des entreprises fabriquant des armes, de l'alcool ou du tabac. En France, le plus ancien outil d'investissement responsable est le FCP de partage, Faim et Développement, créé en 1983 par le CCFD[1].

Des critères, dits **ESG**, **environnementaux, sociaux et de gouvernance**, ont émergé afin de permettre aux investisseurs souhaitant œuvrer dans ce sens de sélectionner les entreprises qui leur paraissent les plus vertueuses dans ces domaines. Ils constituent les trois piliers de l'analyse extra-financière qui complètent l'analyse financière des comptes que nous exposons dans le titre 1 de cet ouvrage :

- Le critère **environnemental** couvre la réduction des émissions de gaz à effet de serre, le recyclage des déchets, la gestion des ressources rares (matières premières, eau, etc.) et la prévention des risques environnementaux.

- Le critère **social** prend en compte la prévention des accidents, la formation du personnel, le respect du droit des employés, leur accès à l'assurance santé, la diversité des recrutements, l'égalité des chances, l'emploi des personnes handicapées, la gestion de la chaîne de sous-traitance, et plus généralement la qualité du dialogue social.

- Le critère de **gouvernance** recoupe principalement l'indépendance du conseil d'administration, la structure de gestion de l'entreprise, la transparence de la rémunération des dirigeants, la lutte contre la corruption, la féminisation des conseils d'administration. Il est détaillé au chapitre 45.

52 % des portefeuilles des gestionnaires français de fonds pour compte de tiers (sociétés de gestion de patrimoine indépendantes, assureurs, banques) font l'objet en 2019, selon l'AFG[2] qui les regroupe, d'une analyse de type ESG, en plus d'une analyse financière classique. Les stratégies mises en œuvre sont plus ou moins intenses : la stratégie *Best in Class* préconise d'investir au sein d'un secteur dans les entreprises les plus performantes d'un point de vue ESG ; la stratégie *Best effort* est moins radicale dans sa sélection car elle inclut plus largement les entreprises avec les meilleures progressions en ESG. La stratégie *norm-based screening* fixe des standards ESG minimaux pour qu'une entreprise puisse être incluse dans un portefeuille.

1.5 Certains investisseurs souhaitent aller plus loin et ont développé l'**ISR** ainsi défini par l'AFG et le Forum pour l'investissement responsable : « L'ISR (**Investissement Socialement Responsable**) est un

1 Comité Catholique contre la Faim et pour le Développement.

2 Association Française de Gestion financière.

placement qui vise un impact social et environnemental en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable quel que soit leur secteur d'activité. En influençant la gouvernance et le comportement des acteurs, l'ISR favorise une économie responsable. »

Novethic recense en France 704 fonds ISR à fin 2019, regroupant 278 Md€, soit environ 12 % des fonds gérés par les investisseurs institutionnels français, avec une multiplication par 29 depuis 2005.

Dans le domaine des investissements non cotés, les **fonds d'impact** ont pour objectif de générer, en plus d'une rentabilité financière, un impact social et environnemental positif. La rémunération de leurs gestionnaires est liée à l'atteinte d'objectifs extra-financiers prédéterminés. En 2020, 33 fonds gérant 3,1 Md€ sont actifs sur segment, 15 fois plus qu'il y a 8 ans.

1.6 Nous écrivons au paragraphe 9.20 que d'un point de vue strictement financier, les hommes et les femmes les plus importants au sein de l'entreprise sont les actionnaires. L'investissement responsable en est une illustration car en sous-pondérant, voire en éliminant totalement des entreprises de leurs portefeuilles, les investisseurs, comme d'autres parties prenantes, exercent une pression financière, voire médiatique, sur ces entreprises dont elles renchérissent le coût du financement, conduisant à terme à la réduction de leurs activités.

Ainsi, 11 actionnaires de Total détenant 1,35 % du capital ont-ils déposé à l'assemblée générale des actionnaires de 2020 une résolution lui demandant d'aligner son activité sur les objectifs des accords de Paris. Même si la résolution n'a recueilli que 16,8 % des voix, quelques semaines après son dépôt, Total a accepté d'intégrer dans son objectif de neutralité carbone en 2050 les émissions causées par ses clients avec ses produits, ce à quoi il se refusait jusqu'alors.

1.7 S'il y a eu longtemps des doutes sur la compatibilité de l'investissement responsable avec la performance financière, de nombreuses études empiriques montrent que les fonds d'investissement responsables obtiennent les mêmes ou de meilleures performances que des fonds conventionnels. Ainsi, entre juin 2010 et juin 2020, l'indice Ecofi ISR a-t-il progressé de 56 % contre seulement 27 % pour l'indice des 50 plus grosses valeurs de la zone euro. Cette surperformance a été maintenue durant la crise sanitaire du Covid-19. De même, les dirigeants de groupes se déclarent prêts, dans une enquête de McKinsey, à payer 10 % plus cher une entreprise aux bonnes performances ESG qu'une autre avec de mauvais résultats dans ce domaine.

Section 3 ■ Le comportement des entreprises et leur financement changent progressivement

1.8 Sous la pression des investisseurs et plus généralement de la société, les entreprises prennent conscience de leur responsabilité sociale (**RSE**, **responsabilité sociale des entreprises)** définie, par exemple par l'Union européenne, comme : « L'intégration volontaire des préoccupations sociales et écologiques des entreprises à leurs activités commerciales et leurs relations avec leurs parties prenantes. Être socialement responsable signifie non seulement satisfaire pleinement aux obligations juridiques applicables, mais aussi aller au-delà et investir "davantage" dans le capital humain, l'environnement et les relations avec les parties prenantes. »

1 ■ L'apparition de financements verts et responsables

1.9 Au niveau du financement de l'entreprise, **les volumes de financements verts ou responsables sont encore marginaux pour l'instant, mais en très forte croissance**. Sont ainsi concernés, les obligations vertes (voir le paragraphe 22.21), les prêts verts (voir le paragraphe 23.10) et les obligations responsables (voir le paragraphe 22.21).

Les obligations vertes (*green bonds*) sont, d'un point de vue de leurs flux financiers, des obligations classiques. L'innovation n'est donc pas financière ! Leur statut vert provient du fait que l'émetteur s'engage à utiliser les fonds pour des investissements ou des dépenses positives pour l'environnement (tels que définis par l'entreprise, généralement assistée d'un cabinet indépendant). Les obligations sociales ou responsables, quant à elles, financent des projets à connotation sociétale.

Le suivi des dépenses et l'affectation d'une source de financement à un emploi particulier exigent une organisation spécifique inhabituelle pour la direction financière. Cette organisation a un coût qui est supporté par l'entreprise tant que les investisseurs ne sont pas prêts à acheter les obligations vertes à un prix supérieur à celui d'une obligation classique.

Les obligations vertes, sociales ou plus généralement responsables sont normées par l'ICMA[1] qui publie des *Green Bonds Principles* et *Social Bonds Principles*. Cette normalisation est importante car les investisseurs s'y réfèrent pour démontrer qu'ils investissent bien en ISR et que ces obligations peuvent rentrer dans leurs fonds ou leurs poches d'actifs dédiées à ces investissements.

Les entreprises disposent d'un autre outil financier pour mettre en avant leur politique ESG : les lignes de crédit confirmées (RCF[2]) ou les prêts à terme verts ou responsables. Contrairement aux obligations, ces financements n'impliquent pas une utilisation des fonds dans des projets ESG (ce serait compliqué car ces lignes sont la plupart du temps pour les grands groupes des lignes de *back up* non tirées). Leur aspect ESG vient du fait que leur coût (et donc la rémunération des banques) dépend de l'atteinte d'objectifs ESG par l'entreprise. La pertinence de ces objectifs est initialement validée par une agence tierce et sujet d'un contrôle durant la vie du crédit. Notons que ces produits sont un effort ESG tant pour l'entreprise que pour la banque qui la finance ! À ce stade, la variabilité de la marge de crédit due au respect ou non des objectifs ESG est quand même très faible, quelques points de base seulement.

1.10 Malgré cela, **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.

2 ■ Des normes ESG non encore stabilisées

1.11 Cette évolution n'est bien sûr pas sans difficulté : comment apprécier, noter et classer les entreprises selon des critères ESG ? Quels critères sont les plus pertinents et pour qui (les technocrates parleront de taxinomie) ? Certainement l'appréciation doit se faire par secteur : une entreprise dans l'agro-alimentaire n'aura pas les mêmes enjeux ESG qu'une entreprise dans la production d'énergie. Des agences se sont développées pour noter les entreprises sur leur politique ESG

1 International Capital Markets Association.

2 Voir le paragraphe 23.8.

(Vigeo Eiris, Cicero et Sustainalytics), les agences de notation classiques et les cabinets d'audit essaient également d'occuper ce terrain tout comme les agences de certification (Bureau Veritas, SGS), alors que des normes (ISO) ont été créées.

Une difficulté à laquelle les entreprises doivent se confronter reste l'absence d'une méthode homogène ou évolutive dans le choix de ces critères. Ainsi, de nouveaux critères apparaissent (parfois par effet de mode ou parce que des nouvelles polémiques surgissent) et les entreprises doivent se montrer agiles si elles souhaitent conserver leur notation ou certification.

Un des problèmes soulevés par les obligations vertes ou sociales 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 (quel investissement d'une agence de publicité pourrait être qualifié de vert ou de social ?). 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.

Ceci souligne la distinction entre l'approche holistique des sujets ESG *versus* l'approche par projets ciblés. La première 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 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.

3 ■ Une ardente contrainte

1.12 Mais ne nous y trompons pas. Il ne s'agit certainement pas d'une mode à laquelle il conviendrait de sacrifier, le temps qu'elle passe, avant de retrouver les pratiques du bon vieux temps !

> Une entreprise qui choisirait d'ignorer les préoccupations ESG se condamnerait à disparaître sous le double effet d'un renchérissement de son coût de financement, 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[1] 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. Reste à vérifier le sens de la causalité. L'attractivité pour les employés des entreprises plus éthiques est une des explications. D'autres mettent en avant également une meilleure gestion des risques par la prise en compte des sujets ESG et la création d'opportunités. Ainsi ArcelorMittal a annoncé qu'une nouvelle technologie de traitement des gaz générés par son usine de Gand allait lui permettre de transformer ces gaz en bio-éthanol qu'il commercialiserait.

1 *Total societal impact, a new lens for strategy*, octobre 2017.

Section 4 ▪ Les trois rôles du financier d'entreprise

1.13 Si le financier d'entreprise est, dans son rôle premier, responsable de l'approvisionnement de l'entreprise en capitaux, il a aussi un rôle de contrôleur de la rentabilité et des risques, qui est gage de durabilité, et des engagements ESG pris à l'égard des investisseurs qui financent l'entreprise. Les meilleurs d'entre eux sont aussi stratèges.

1 ▪ Le financier d'entreprise est d'abord un commerçant et un négociateur

a) Le financier d'entreprise est sans doute un acheteur de capitaux…

1.14 Traditionnellement, le financier d'entreprise est présenté comme un acheteur de capitaux chargé de négocier avec des investisseurs de toute nature (banquiers, actionnaires, investisseurs obligataires) pour obtenir des fonds à moindre coût.

Le marché sur lequel se déroule la transaction est le **marché des capitaux** caractérisé par :

- une matière première : l'argent ;
- un prix : soit un taux d'intérêt (dettes), soit un rendement et des plus-values (actions).

Le financier d'entreprise est alors le pourvoyeur de fonds de l'entreprise, chargé de réduire **le prix de sa matière première**, c'est-à-dire **le coût des capitaux collectés**.

1.15 Nous n'entendons pas contester cette conception. Elle est évidente et se vérifie chaque jour, notamment pour les négociations qui se déroulent :

- entre trésoriers d'entreprise et banquiers sur les taux d'intérêt, les commissions, les dates de valeurs (voir le chapitre 52) ;
- entre financiers d'entreprise et intermédiaires sur les marchés de capitaux, la négociation concernant alors les commissions relatives au montage d'opérations financières, etc. (voir le chapitre 27).

b) … mais c'est aussi un vendeur de titres financiers…

1.16 Nous demandons cependant au lecteur d'adopter une lecture différente de la fonction du financier d'entreprise :

- il n'est pas acheteur mais **vendeur** ;
- il n'a pas pour but de réduire le coût de sa matière première mais de **maximiser un prix de vente** ;
- il ne travaille pas sur les marchés de capitaux mais sur les marchés des titres financiers, que ceux-ci soient des actions, des obligations, ou des emprunts…

Comprenons-nous bien. Il ne s'agit là que d'une lecture inverse d'un même marché :

- **l'offre** de titres financiers correspond à la demande de capitaux ;
- **la demande** de titres financiers correspond à l'offre de capitaux ;

▪ **le prix**, ajustement de l'offre et de la demande de titres financiers, sera donc égal à la **valeur du titre** ; dans la lecture inverse, ce prix correspond au loyer de l'argent, équilibrant l'offre et la demande de capitaux.

1.17 Ces deux manières de décrire un même marché de capitaux trouvent leur expression dans le tableau suivant :

	Vision financière	Vision traditionnelle
Marché	Marché des titres	Marché des capitaux
Offre	L'émetteur	L'investisseur
Demande	L'investisseur	L'émetteur
Prix	La valeur du titre	Le taux de rentabilité

L'offre et la demande jouant en sens inverse, on constate à l'évidence que sur un marché :

▪ lorsque **le prix de l'argent** (taux d'intérêt par exemple) **s'élève**, cela signifie que la demande de capitaux est supérieure à l'offre de capitaux. En d'autres termes, l'offre de titres est supérieure à la demande de titres : **la valeur des titres baisse** ;

▪ inversement, lorsque **le prix de l'argent baisse**, cela signifie que l'offre de capitaux est supérieure à la demande. En d'autres termes, la demande de titres est supérieure à l'offre et **la valeur des titres s'élève**.

> Prix de l'argent et valeur des titres varient en sens contraire. Pour celui qui cherche des ressources, le prix de l'argent est bien sûr un coût. On aboutit alors à la proposition suivante, fondement de tout cet ouvrage : minimiser un coût de financement revient à maximiser la valeur du titre correspondant à ce financement.

1.18 Deux raisons pratiques, l'une mineure, l'autre majeure, nous font préférer la présentation du financier d'entreprise comme un vendeur de titres.

D'une part, considérer le financier comme un marchand chargé de vendre des titres financiers au prix le plus élevé possible modifie la perception de son rôle. Un marchand n'a pas, en effet, pour but de vendre un mauvais produit ; il doit s'efforcer de vendre des produits qui correspondent aux besoins de sa clientèle. Nous ne saurions trop insister sur l'importance, pour le financier d'entreprise, de comprendre ses pourvoyeurs de fonds et de les satisfaire sans pour cela nuire à l'entreprise et aux autres pourvoyeurs de fonds. **Il doit vendre cher de bons produits**. Mais il peut également « repackager » son produit pour ainsi plaire plus aux investisseurs. Les marchés ne sont pas sans effet de mode et une période pourra être plus propice à la vente d'obligations convertibles (voir le chapitre 26), une autre aux crédits syndiqués (voir le chapitre 23), etc.

1.19 D'autre part, la raison principale de notre choix est qu'à trop vouloir minimiser le coût, l'attitude classique peut conduire, si elle est appliquée étroitement, à des décisions erronées. Le financier peut ainsi être amené à prendre des décisions qui privilégient le court terme au détriment du long terme. Il est alors atteint de « **myopie** ».

Choisir, par exemple, entre une augmentation de capital, un emprunt bancaire et un emprunt obligataire sur la seule base d'un coût minimisé est un raisonnement erroné. Pourquoi ? Parce que les apporteurs de ces capitaux (acheteurs des titres financiers correspondants) ne courent pas le même risque.

> Au coût d'une source de financement doit être associé le risque pris par l'investisseur.

1.20 **Il n'est ainsi possible de comparer le coût de deux sources de financement que dans le seul cas où ceux qui les accordent courent le même risque.**

Nous avons trop souvent vu des dirigeants d'entreprise ou des trésoriers prendre un risque excessif en choisissant les sources de financement sur la seule base d'une comparaison des coûts respectifs de ces capitaux.

Ainsi :

- s'endetter à court terme, sous prétexte que les taux à court terme sont inférieurs aux taux à long terme peut se révéler être une grave erreur ;
- négocier une faible diminution de taux en contrepartie d'une garantie hypothécaire peut être très dommageable pour l'avenir ;
- s'endetter systématiquement au seul prétexte que la dette coûte moins cher que les capitaux propres met gravement en péril la pérennité de l'entreprise.

Nous reprendrons ce thème tout au long de la quatrième partie de cet ouvrage mais précisons d'ores et déjà au lecteur que nous le mettons au défi, sous prétexte de bon sens, de n'avoir jamais commis une erreur dans un raisonnement financier. **La phrase la plus dangereuse est : « Cela ne coûte rien ! » Cette phrase doit être bannie et remplacée par la suivante : « Quelle incidence cela a-t-il sur la valeur ? »**

c) … il est aussi et surtout un négociateur…

1.21 Mais que vend notre financier d'entreprise ? Ou, exprimé d'une manière différente, comment est appréciée la valeur du titre financier ?

Sur un plan pratique, pour obtenir des ressources, un financier d'entreprise « vend » la signature de l'entreprise (honnêteté, compétence des dirigeants…), la qualité des actifs de la société (dans la mesure où il peut être amené à monter un crédit sur la nature des actifs à financer, et, souvent, à accorder des sûretés réelles sur ces actifs), la surface globale de l'entreprise (notamment quand le financement n'est pas lié à un actif précis), son aptitude à dégager une certaine rentabilité sur une période donnée, des engagements juridiques plus ou moins contraignants.

Sur le plan théorique, un financier d'entreprise vend des espérances de flux futurs de trésorerie qui ne peuvent provenir que de l'activité de l'entreprise.

Une entreprise ne peut pas donner à ses pourvoyeurs de fonds des flux de trésorerie plus importants que ceux générés par son activité. Une entreprise en perte rémunère ses créanciers au détriment de ses actionnaires ; une entreprise faiblement bénéficiaire ne peut distribuer des dividendes qu'au prix d'un appauvrissement.

Le financier d'entreprise a donc pour rôle de transformer des actifs et des engagements liés à l'activité économique de l'entreprise (industrielle, commerciale…) en actifs et engagements financiers.

1.22 Cette transformation le conduit alors à assurer le financement de l'entreprise en répartissant les espérances de flux entre les différents investisseurs : banquier, investisseur financier, actionnaire familial, investisseur individuel…

Le financier d'entreprise transforme l'activité économique de l'entreprise en flux financiers qu'il propose aux investisseurs financiers. Ceux-ci les apprécieront et les transformeront en valeur sur un marché, compte tenu, bien sûr, des autres opportunités sur ce marché.

Derrière les titres émis par l'entreprise se cache donc l'évaluation de celle-ci par les marchés. Telle entreprise est considérée comme mal gérée ; les investisseurs s'en détournent, les taux montent et deviennent prohibitifs, les difficultés sont proches si elles ne sont pas déjà arrivées et les valeurs baissent. Le financier d'entreprise doit donc convaincre en permanence de la qualité de l'entreprise puisqu'en définitive c'est elle qui se cache derrière les titres émis.

De plus, la valorisation de l'entreprise est partagée entre les différents partenaires financiers. D'où le nouveau rôle du financier d'entreprise : **celui de négociateur habile dans la répartition de la valeur globale de l'entreprise**.

Qui dit négociation, dit sans doute négoce, mais également :

- diagnostic global de la situation ;
- compréhension des intérêts des différentes parties ;
- et, analyse des rapports de force en présence.

2 ■ Le financier d'entreprise est aussi un contrôleur…

a) … de la rentabilité comme gage de durabilité

1.23 Les investisseurs financiers qui souscrivent les titres émis par l'entreprise ne le font pas par philanthropie, mais parce qu'ils espèrent réaliser sur leur placement un certain taux de rentabilité (intérêt, plus-value, dividende…). Autrement dit, comme nous aurons l'occasion de le voir en détail, la contrepartie des fonds confiés à l'entreprise (*via* la souscription de ses titres) est l'exigence d'un taux de rentabilité minimum.

Le financier d'entreprise devra donc analyser les projets d'investissement, expliquer à ses collègues que certains ne peuvent probablement pas être réalisés compte tenu de leur trop faible rentabilité espérée par rapport à l'exigence de rentabilité des pourvoyeurs de fonds. Bref, le financier d'entreprise est parfois l'empêcheur de tourner en rond des entrepreneurs parce qu'il est indirectement le porte-parole des investisseurs financiers.

Notre financier d'entreprise devra ainsi s'assurer que, sur moyenne période, l'entreprise réalise globalement des investissements dont la rentabilité est au moins égale au taux de rentabilité espéré par ses pourvoyeurs de fonds. Si tel est le cas, tout va bien ! Si durablement l'entreprise n'y arrive pas, elle détruira de la valeur, transformant 100 en 90, voire moins ; honte à elle ! Si, enfin, elle réussit l'exploit de dégager une rentabilité supérieure à l'attente des investisseurs, elle créera de la valeur, transformant 100 en 120, voire plus ; bravo ! Mais qu'elle reste modeste et sache que son succès attirera la concurrence et que, les progrès technologiques et l'évolution réglementaire aidant, il lui sera toujours plus difficile de renouveler cette performance.

Si la rentabilité dégagée sur moyenne période est insuffisante par rapport à la rentabilité requise par les investisseurs, le financier d'entreprise proposera avec les opérationnels qu'il aura sensibilisés au problème des mesures de redressement.

b) … des risques pris par l'entreprise…

1.24 Les fluctuations des taux d'intérêt, des devises, du cours des matières premières sont telles que les risques financiers sont devenus aussi grands que les risques économiques. Considérons une entreprise suisse qui achète du cuivre sur le marché mondial, le transforme et le revend en Suisse et à l'étranger.

Sa performance dépend non seulement du cours du cuivre mais aussi du cours du dollar par rapport au franc suisse utilisé pour les règlements internationaux tant pour les ventes de notre entreprise que pour ses achats. Enfin les fluctuations des taux d'intérêt ont un impact sur sa structure financière. Un véritable casse-tête !

L'entreprise doit donc gérer ses risques et en particulier ses risques de taux et de change car ne rien faire peut avoir des conséquences dramatiques (voir le chapitre 53).

1.25 De manière générale, le financier d'entreprise est responsable de l'identification, de la mesure et de la gestion des risques de l'entreprise. Au-delà des risques de taux et change pour lesquels les marchés dérivés existent depuis longtemps, citons également le risque de liquidité et le risque de contrepartie que le financier d'entreprise gérera en utilisant une batterie de solutions. La période récente nous a démontré que tout son savoir-faire peut alors être indispensable !

c) … et des engagements ESG pris par l'entreprise

1.26 Porte-parole au sein de l'entreprise des investisseurs qui la financent, le rôle du directeur financier est aussi de garantir la sincérité des engagements ESG pris et leur respect dans la durée car la sincérité crée la confiance. Et sans confiance, il n'y a pas de financement possible.

3 ▪ Le financier d'entreprise est aussi un stratège

1.27 Le financier d'entreprise est aussi un stratège qui, parce qu'il apprécie en permanence le risque et la rentabilité des activités de l'entreprise, et donc comme nous le verrons leur valeur, est à même de suggérer d'en revoir le périmètre. L'entreprise pourra ainsi céder à des tiers mieux placés des actifs pour lesquels elle n'arrive pas dans la durée à dégager le taux de rentabilité requis compte tenu de leurs risques, pour se concentrer sur les divisions les plus performantes qui pourront être développées par acquisitions.

1.28 Le financier d'entreprise doit donc avoir un profil complet : à la fois technicien comptable et financier, sans oublier le droit et la fiscalité, homme de marketing et de négociation, tout en restant un manager de femmes et d'hommes. Les meilleurs sont aussi stratèges et leur connaissance intime de l'entreprise et de ses acteurs (actionnaires et dirigeants) en fait des candidats sérieux à la direction générale à l'instar des directeurs généraux actuels de Sony, Intel, RTL, Siemens, Danone ou Tata Consulting, tous anciens directeurs financiers de leur groupe. On est loin des super-comptables des années 1960 !

▪ ▪ ▪

1.29 Arrêtons-nous là dans cette introduction qui, nous l'espérons, fait saliver le lecteur. Las ! Il nous faut le décevoir car il ne peut pas se contenter de ces notions et aller directement à la quatrième partie de l'ouvrage. À notre lecteur financier en herbe qui aimerait se précipiter sur les montages

financiers de tout poil pour faire fortune, nous conseillons de refermer cet ouvrage car nous lui proposons le parcours suivant :

- d'abord de comprendre l'entreprise qui est à l'origine de tous les flux financiers (**première partie : le diagnostic financier**) ;
- ensuite de comprendre les marchés puisque ce sont eux qui évaluent en permanence l'entreprise (**deuxième partie : les investisseurs et la logique des marchés financiers**) ;
- puis de comprendre comment la valeur se forme et se mesure (**troisième partie : la valeur**) ;
- et enfin, de présenter les principales décisions financières à la lumière de la théorie des marchés, mais également des théories relatives aux organisations (**quatrième partie : la politique financière**).

S'il est suffisamment tenace, il pourra alors entrevoir son rôle dans **la cinquième partie** consacrée à quelques thèmes pratiques d'ingénierie et de gestion financières.

RÉSUMÉ

Le résumé de ce chapitre est disponible sur le site www.vernimmen.net.

Le financier d'entreprise évolue dans un environnement qui connaît une mutation irréversible due à la montée des préoccupations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) au sein de la société. Cette évolution affecte naturellement et durablement la finance d'entreprise, lentement sur certains aspects, beaucoup plus rapidement sur d'autres.

Elle a conduit un nombre croissant d'investisseurs à définir des critères ESG conduisant à exclure de leur portefeuille ou à sous-pondérer des entreprises qui ne les respectent pas. Ceci pousse les entreprises à prendre en compte ces critères, et à financer par de nouveaux outils, comme des obligations vertes ou socialement responsables, des investissements destinés à mieux respecter les critères ESG. À terme, une entreprise qui choisirait d'ignorer les préoccupations ESG se condamnerait à disparaître sous le double effet d'un coût du financement plus élevé et d'une difficulté à attirer les talents.

Le financier d'entreprise a trois rôles principaux :

- assurer l'approvisionnement de l'entreprise en liquidité, lui permettant ainsi de financer son développement et de faire face à ses engagements. Pour ce faire, l'entreprise va émettre des titres (de capitaux propres et de dettes) que le financier d'entreprise va s'efforcer de vendre le plus cher possible aux investisseurs. En effet, dans l'économie de marché de capitaux dans laquelle nous nous trouvons, le rôle du financier d'entreprise est moins d'être un acheteur de capitaux (avec l'objectif d'en minimiser le coût) que d'être un vendeur de titres. Mettre l'accent sur le titre financier revient à se focaliser sur sa valeur, synthèse entre la rentabilité et le risque au détriment d'une trop simple minimisation du coût de la ressource financière qui omet le risque pris. Par ailleurs, cette approche souligne la dimension marketing de la fonction du financier d'entreprise qui, loin d'être dans une tour d'ivoire, a des clients, les investisseurs, qu'il va devoir convaincre de souscrire les titres émis par l'entreprise. Il y réussira d'autant mieux qu'il aura su comprendre leurs besoins du moment ;
- s'assurer de la durabilité de l'entreprise ce qui nécessite de contrôler la rentabilité et les risques, et le respect des engagements ESG pris. Le financier d'entreprise veille qu'à moyen terme l'entreprise dégage, sur les ressources qui lui sont confiées par les investisseurs, un taux de rentabilité au moins égal au taux de rentabilité requis par ces derniers. Si tel est le cas, l'entreprise créera de la valeur. Dans le cas inverse, elle détruira de la valeur, ce qui incitera les investisseurs, si elle continue dans cette voie, à ne plus lui accorder de fonds et à faire baisser la valeur de ses titres, la conduisant au changement d'équipe de direction ou à la faillite. En matière de risques, le financier d'entreprise doit identifier et gérer les risques de l'entreprise afin que les performances opérationnelles de l'entreprise ne soient pas remises en cause par des aléas… financiers ! Enfin, il est le garant du respect des engagements ESG pris par l'entreprise auprès des investisseurs qui la financent ;
- c'est aussi un stratège qui peut être conduit à questionner le périmètre des activités de l'entreprise.

QUESTIONS

1/ L'annonce d'une hausse des taux non anticipée doit-elle, au moins mécaniquement, conduire à une baisse de l'indice boursier ?

2/ Si cette annonce était prévue par le marché, votre réponse serait-elle modifiée ? Quel est, par conséquent, l'élément important dans toute évaluation de titres ?

3/ Outre le mot « marché », quel est, selon vous, le maître mot en finance ?

4/ Qu'est-ce que peut faire un actionnaire qui n'est pas du tout d'accord avec la politique de responsabilité sociale d'une entreprise donnée ?

Quelle conséquence cela aura-t-il sur le coût du financement de cette entreprise s'il n'est pas tout seul à agir de la sorte ?

5/ Vous êtes emprunteur. On vous propose un prêt à 3,5 % sur 10 ans sans garantie et un prêt à 3 % sur 10 ans avec garantie. Comment devez-vous raisonner pour choisir l'un de ces deux prêts ?

6/ Qu'est-ce que peut faire un étudiant à la recherche d'un emploi qui n'est pas du tout d'accord avec la politique de responsabilité sociale d'une entreprise donnée ? Quelle conséquence cela aura-t-il sur cette entreprise s'il n'est pas tout seul à agir de la sorte ?

7/ Séché Environnement a émis un emprunt de 75 M€ en 2018 pour lui permettre de financer les investissements nécessaires pour diminuer son empreinte carbone. Le taux d'intérêt de cet emprunt varie à la hausse ou à la baisse, dans la limite de 0,05 %, en fonction du respect, ou non, d'objectifs à teneur sociale et écologique, tels que le maintien de sa capacité d'autosuffisance énergétique annuelle au-dessus d'un certain ratio, la mise en place d'un certain nombre d'actions de valorisation et de préservation de la biodiversité ou encore l'obtention d'une note minimale décernée par une agence d'analyse extra-financière. Si Séché Environnement bénéficie d'une baisse de 0,05 % du coût de son emprunt, qui supporte cette réduction de taux d'intérêt ? Pourquoi ?

8/ Le fait de raisonner à partir d'une offre et d'une demande de titres, et non pas à partir d'une offre et d'une demande de capitaux, est-il plus important pour :

- les actions ?
- les obligations ?
- le crédit syndiqué à moyen terme ?
- le crédit bancaire bilatéral ?

Pourquoi ?

9/ Si l'on vous dit « rentabilité », à quel autre terme de la finance devez-vous immédiatement penser ?

10/ Si l'on vous dit « risque », à quel autre terme de la finance devez-vous immédiatement penser ?

11/ Quels sont les deux défauts les plus fréquemment observés chez les mauvais financiers d'entreprise ?

12/ Pourquoi croyez-vous que l'équipe dirigeante d'un groupe aille à la rencontre des investisseurs (*roadshows*) préalablement à une opération de placement de titres ?

13/ Quel est l'intérêt de s'endetter à très court terme pour financer des investissements ? Quel est le risque pris alors ? Qu'en pensez-vous ?

14/ Si quelqu'un vous propose un investissement rapportant plus que le taux du marché, que devez-vous faire ? Pouvez-vous donner un exemple d'un tel produit ?

D'autres questions vous attendent sur le site www.vernimmen.net.

ÉLÉMENTS DE RÉPONSE

1. Mécaniquement, oui, car les valeurs varient en sens inverse des taux d'intérêt.

2. Oui, la réponse serait alors non. L'élément important dans toute évaluation de titre, ce sont les anticipations.

3. La valeur.

4. Si un actionnaire n'est pas d'accord avec la politique de responsabilité sociale de l'entreprise, il peut voter contre certaines décisions des dirigeants. S'il est seul, son droit de vote aura peu d'effet. S'ils sont nombreux

à agir ainsi, les actionnaires peuvent éventuellement obtenir un changement des dirigeants ou de sa stratégie. L'actionnaire peut aussi utilement « voter avec ses pieds », c'est-à-dire céder son action ! Si de nombreux actionnaires agissent de la sorte, le cours de l'action va baisser… Cette décision aura plus d'impact si la rémunération des dirigeants est liée en partie au cours de Bourse. L'effet corollaire sera une hausse du coût de financement de l'entreprise.

5. Gagner 0,5 % par an vaut-il la peine d'accorder une garantie qui réduit la marge de manœuvre de l'entreprise ?

6. L'étudiant peut choisir ne pas intégrer cette entreprise… et le faire savoir ! Si de nombreux étudiants décident de refuser les offres d'emplois d'entreprises qui n'agissent pas de façon responsable en termes de RSE, l'effet sera plus important : pénurie de matière grise (une ressource rare) et de force vive… Si l'effet boule de neige fonctionne, ces entreprises devront à terme revoir leur stratégie ou prendre le risque de voir leurs compétences s'affaiblir. Il pourrait aussi décider de rejoindre l'entreprise, pour contribuer avec d'autres à la changer sur ce point de l'intérieur, mais c'est une action à plus long terme et plus incertaine dans ses résultats.

7. Les investisseurs, qui ne cherchent pas nécessairement à maximiser à tout prix leur richesse, et qui peuvent vouloir prendre part à la lutte contre le réchauffement climatique en incitant à la marge les entreprises à réaliser des actions favorables à l'environnement, quitte à obtenir une moindre rentabilité sur leurs placements.

8. L'importance est, dans l'ordre de la question (1 très important, 3 peu important) : 1-2-2-3, du fait de la négociabilité plus ou moins forte de ces titres.

9. Risque, les deux sont indissociablement liés.

10. Rentabilité, les deux sont indissociablement liés.

11. La myopie et l'incompétence en marketing !

12. Pour jouer le rôle de vendeur, de représentant et expliquer l'activité sous-jacente aux titres financiers émis.

13. Bénéficier la plupart du temps d'un taux d'intérêt le plus faible sur le marché (voir le paragraphe 21.18). Un risque de liquidité car il faut rembourser très vite l'emprunt, le plus souvent en contractant un nouvel emprunt jusqu'au jour où, crise aidant, les prêteurs ne prêtent plus. Il vaut mieux pour l'entreprise s'endetter à long terme !

14. Vérifier le fondement de cette surentabilité qui est le plus souvent due à une prise de risque supplémentaire. Les crédits *subprimes* !

BIBLIOGRAPHIE

Pour les aspects généraux de la finance d'entreprise :

Agrawal A., Gibbs E., Monier J.-H., « Building a better partnership between finance and strategy », *McKinsey Quarterly*, octobre 2015.

Bechet A., Luthi Th., *50 ans d'histoire des directions financières*, DFCG, 2014.

Cassou P.-Y., *Quelle finance en 2030 ? 40 points de vue d'experts*, Revue Banque Édition, coll. « Année des professions financières », 2019.

Giraud P.-N., *Le commerce des promesses, petit traité sur la finance moderne*, Éditions du Seuil, 2001.

Le Fur Y., Quiry P., « Portraits de femmes financières », *La Lettre Vernimmen.net* mars et avril 2017, nos 148 et 149, pages 7 à 12 ; mars et avril 2018, nos 157 et 158, pages 10 à 14 ; mars et avril 2019, nos 166 et 167, pages 11 à 18 ; mars et avril 2020, nos 177 et 178, pages 7 à 14 et 8 à 17.

Le Fur Y., Quiry P., « 2008-2018-2028 », *La Lettre Vernimmen.net* février et mars 2018, nos 156 et 157, pages 1 à 4 et 1 à 5.

Pour la finance verte, durable et responsable :

Badré B., *Money honnie*, Débats publics, 2016.

Baudoin C., Peillon M.-P., « Analyse extra-financière : nouvelle frontière ou retour aux sources ? » *Analyse financière* 4e trimestre 2018, pages 32 à 33.

BCG, « Are ESG tilts consistent with value creation in Europe? », janvier 2015.

Déo S., Ferrary M., « Diversité femmes-hommes dans l'entreprise et performance financière », *Revue Banque* février 2019, n° 829, pages 81 à 84.

Friede G., Busch T., Bassen A., « ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies », *Journal of Sustainable Finance & Investment* hiver 2015, n° 5, pages 210 à 233.

Levasseur M., Schlosser M., *Finance, une approche responsable*, Economica, 2015.

McKinsey, « The ESG premium: New perspectives on value and performance », *McKinsey Quarterly* février 2020.

McKinsey, « Five ways that ESG creates value », *McKinsey Quarterly* février 2020.

Mottis N., *ISR & finance responsable*, Ellipse, 2014.

Notat N., Senard J.-D., *Entreprise et intérêt général*, La Documentation française, 2018.

Pro Persona, « Y a-t-il une bonne finance ? » *Les Cahiers* n° 3, mars 2019.

Roux M., *La finance responsable*, MA Éditions, 2018.

Russel Investment, « Total societal impact: a new lens for strategy », octobre 2017.

Tirole J., *Économie du bien commun*, PUF, 2016.

www.novethic.fr