

PASCAL QUIRY

“La finance peut-elle sauver le monde ?”

Bio

1981
Intègre HEC en tant que boursier

1986
Commence à enseigner à HEC et rejoint Paribas

1997
Reprend avec Yann Le Fur la rédaction du *Vernimmen*, ouvrage de référence en finance d'entreprise

2012
Quitte BNP Paribas pour se consacrer à l'investissement dans les start-up et les PME

I

Il y a un an, l'Europe entrait en confinement. Et « le monde d'après », petite musique aux accents utopistes commençait à trotter dans toutes les têtes. On voulait voir dans la crise sanitaire l'opportunité d'amorcer la transition vers une économie durable. Et pour construire ce monde nouveau, les marchés financiers allaient massivement investir, à grand renfort de *green bonds* et obligations climat, dans une économie plus sobre, plus juste et moins polluante. Où en est-on aujourd'hui ? Le « *business as usual* » a-t-il repris ses droits, comme tend à le montrer la crise causée au sein du groupe Danone par deux fonds activistes ? Ou est-on au cœur d'une lente mais inéluctable transformation ? Professeur de finance à HEC et coauteur du *Vernimmen*, ouvrage de référence en finance d'entreprise, Pascal Quiry (H.84) fait le point.

Pour le grand public, les mots « finance » et « responsable » apparaissent encore comme des oxymores. Est-ce injuste ?

Pascal Quiry : C'est injuste... Mais logique ! Injuste, parce que derrière le mot « finance », il y a des dizaines de millions de personnes dans le monde qui travaillent avec le souci de servir l'intérêt général. Mais logique, hélas, parce que dans les années 2000, quelques dizaines de milliers d'acteurs de la finance de marché ont été aveuglés par l'appât du gain. Avec les crédits subprimes, certains, basés aux États-Unis pour la plupart, ont fait n'importe quoi, en accordant des crédits à des emprunteurs dont ils savaient qu'ils n'avaient pas la capacité de rembourser. Toute une chaîne de décision a été moralement fautive. Avec pour conséquences de mettre à l'arrêt le système bancaire, d'obliger les États et les banques centrales à le renflouer, puis de provoquer une importante crise économique. La majorité des citoyens l'a eu mauvaise, à juste titre ! Cela a écorné durablement l'image de la finance, passée pour irresponsable.

Cette crise a-t-elle permis un changement de modèle ?

P. Q. : Cela a servi de leçon, et de levier de transition vers des produits financiers plus responsables. Cet épisode a montré que l'on pouvait responsabiliser la finance. Les gouvernements ont remonté les exigences prudentielles des banques, c'est-à-dire les capitaux propres dont elles doivent disposer pour faire face à des difficultés. En 2007, on pouvait tolérer 2% de vrais capitaux propres ; aujourd'hui la norme est plutôt 12 à 13%. Les banques sont plus résilientes

© Sandrine Exilly



“Aujourd’hui, le recul concernant l’ESG n’excède pas dix ou quinze ans.”

qu’il y a douze ans. Dans le contexte de crise sanitaire, c’est important. Selon moi, le basculement vers des produits financiers responsables est plus récent. Il y a eu une prise de conscience significative vers 2015, au moment de la COP21 ; un tournant, au moins en Europe. Mais il ne faut pas s’y tromper : c’est parti de l’opinion publique, la finance s’est souvent contentée de répondre à une demande. D’où le foisonnement de produits estampillés verts, durables et responsables.

Comment s’y retrouver, dans ce foisonnement ? Le petit épargnant qui voudrait placer ses économies dans des placements verts a du mal à être sûr de faire le bon choix.

P. Q. : En France, le petit épargnant est souvent un salarié et bénéficie généralement d’une participation et d’un intéressement de l’entreprise. Les syndicats ont imposé dès les années 1990 que l’enveloppe soit constituée d’une part d’investissements responsables. De plus, en Europe, la moitié de l’épargne répond aux critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG).

Mais l’ESG répond-il à un cahier des charges précis et transparent ? Les agences de notations ont-elles les moyens d’évaluer ces critères ?

P. Q. : C’est du déclaratif, par questionnaire. Les agences spécifiques ESG comme Sustainability ou Vigeo n’ont pas les moyens financiers et humains de vérifier que la consommation d’eau de telle société a effectivement été réduite de 3 %. Des tiers s’en chargent. J’imagine mal des entreprises, après le scandale Volkswagen, faire de fausses déclarations. Mais tandis que les agences de notation classiques ont des décennies de statistiques pour produire leurs analyses, le recul concernant l’ESG n’excède pas dix ou quinze ans. Et les entreprises qui veulent bien se faire noter sont celles qui font des efforts... Tout n’est pas parfait, c’est en construction.

Quels dispositifs permettraient une meilleure régulation des investissements responsables ?

P. Q. : Tout n’a pas forcément besoin d’être régulé. Il est positif que l’Union européenne ait adopté une stratégie dans ce domaine. Elle pousse à plus de clarté et d’information, avec la promotion des labels Investissement socialement responsables (ISR) qui contrairement à l’ESG, ne sont pas auto-attribués, mais délivrés par un tiers de confiance – en France, il s’agit du ministère de la Transition écologique ou du ministère des Finances. Au-delà, il faut laisser le marché s’organiser. Les initiatives partent souvent des entreprises. Kering, par exemple, a mis en place l’Environmental Profit & Loss (EP&L), un outil pour quantifier le coût environnemental réel de ses productions, et Danone le BPA carboné. Il est trop tôt pour dire si cela fera des émules. Mais ces idées vont dans le bon sens, surtout quand le régulateur comptable est totalement passif.

Comment expliquer qu’un groupe pétrolier comme Total puisse figurer dans des fonds ISR ?

P. Q. : On parle de transition énergétique, pas de révolution. À moins d’exclure tout un pan de l’économie des produits financiers labellisés, il faut comprendre que le secteur de l’énergie a besoin d’accomplir sa transformation. Total, avec Shell, est de ceux qui sont le plus en pointe sur ce sujet.

En juin dernier, Euronext a annoncé la création d’un nouvel indice baptisé ESG 80, regroupant les entreprises les plus avancées en responsabilité sociale et environnementale. Ces initiatives peuvent-elles donner des repères au marché ?

P. Q. : La création d’un tel indice est le signe que l’essor de la finance responsable n’est pas qu’une mode passagère. Les Bourses et les fournisseurs d’indices repèrent une tendance, comprennent un besoin du marché, et n’hésitent pas à lancer de nouveaux produits. Cet indice n’est qu’une première étape : il se contente d’exclure les 20 % d’entreprises les moins performantes en matière ESG. Je fais le pari que, dans peu de temps, il existera un indice des entreprises qui ont pour objectif la neutralité carbone à l’horizon 2050, ce qui est beaucoup plus ambitieux et en droite ligne de l’accord de Paris.

Aujourd’hui, la performance extra-financière est-elle compatible avec la performance financière, et donc suffisamment valorisée en Bourse ?

P. Q. : Efforts pour la planète et rentabilité financière ne sont plus deux routes opposées. De nombreuses



“Efforts pour la planète et rentabilité financière ne sont plus deux routes opposées.”

études montrent que les fonds d’investissement responsables obtiennent des résultats au moins équivalents aux fonds conventionnels – voire meilleurs. Quand on compare les indices Ecofi ISR et d’Euro Stoxx des 600 plus grosses entreprises européennes cotées, on s’aperçoit qu’entre 2009 et 2015, les deux courbes suivent à peu près la même évolution, puis qu’à partir de 2015, l’indice des valeurs ISR devient plus performant. À l’avenir, l’un ne pourra plus aller sans l’autre. Il y a une telle vague, notamment en Europe, vers des produits financiers plus responsables que cela a un effet autoréalisateur.

Quel avantage y a-t-il à émettre des green bonds (obligations vertes) plutôt que des obligations ordinaires ?

P. Q. : Le bénéfice pour une entreprise ou une institution est double. Primo, le directeur financier y trouve une nouvelle source d’investisseurs. Il y a aussi la mobilisation en interne et en termes d’image. Vis-à-vis de ses salariés et de son environnement

commercial, il est important de communiquer sur son engagement pour la planète. Ces atouts font contrepois au léger surcoût actuel (de l’ordre de 0,05 %) de l’obligation verte par rapport à des obligations ordinaires, lié aux frais de contrôle.

Quand le pétrolier Repsol émet des green bonds pour moderniser ses raffineries, la crédibilité de ce placement vert n’est-elle pas sévèrement écornée ?

P. Q. : Moderniser des raffineries n’est pas forcément antinomique avec une transition verte. Sur ce point, le sujet est avant tout sociétal et industriel : va-t-on assez vite en matière de transition énergétique ? Sans doute que non. Mais la finance n’est qu’un outil, elle ne détient pas les réponses. Les entreprises qui ne feront pas l’effort d’aller vers un développement durable devront assumer des coûts de financement de plus en plus élevés.

Depuis peu, on entend aussi parler des sustainability-linked bonds (SLB), ou obligations durables. De quoi s’agit-il ?

P. Q. : Ce sont des obligations qui se développent de façon exponentielle depuis six mois, et dont la rémunération est pour partie indexée sur la réalisation d’objectifs de développement durable que s’est fixés l’entreprise. C’est un produit qui pourrait bien prendre le pas sur les green bonds, car, après tout, toutes les sociétés n’ont pas systématiquement des investissements verts à accomplir. Les obligations durables pourraient avoir un impact très concret, en créant une incitation financière à la mise en place de stratégies responsables. Avec ce fléchage, les investisseurs sont assurés de financer des entreprises qui ont pris des engagements ESG.

Pour accélérer la transition écologique, les actionnaires ne devraient-ils pas pratiquer davantage une forme d’« entrisme », à l’image de la fronde des actionnaires de Total, menée en mars 2020 ?

P. Q. : Je ne parlerais pas de fronde. Les actionnaires ont des droits, ils sont là pour poser des questions, déposer des résolutions, questionner et contrôler des stratégies. Dans le *Vernimmen*, il y a d’ailleurs une phrase qui peut choquer : « Dans une entreprise, les femmes et les hommes les plus importants d’un point de vue financier sont les actionnaires. » Mais rien n’est plus vrai ! Les actionnaires, en choisissant les dirigeants, définissent une stratégie. Dans les sociétés cotées, cela ne semble pas évident de prime abord. Mais l’exemple de Total est parlant : des actionnaires ne représentant que 1,35 % des actions

ont fédéré 16 % des voix à l'assemblée, et Total a dû en tenir compte. Les sociétés perçues comme les plus contestables sur les sujets environnementaux sont aujourd'hui les premières visées par ce genre d'actions. Elles le seront de plus en plus.

Que penser de l'innovation de Danone qui a intégré depuis 2019 le coût de son empreinte carbone dans ses comptes de résultat. Cette révolution pourrait-elle devenir la norme ?

P. Q. : Il est important de noter que Danone l'a fait à la publication de ses résultats 2019, et pas avant. Au bon moment, parce qu'avant, l'entreprise n'avait pas encore atteint son pic d'émissions carbone. Là, elle sait que ses émissions carbone vont baisser, et donc que ce « BPA carboné » sera plus performant à l'avenir que le BPA traditionnel. C'est tactiquement intelligent. Reste que traduire la notion d'impact en valeur tangible, et prendre en compte cette donnée dans l'information financière elle-même, est une révolution qu'il faut saluer. Cela ouvre une nouvelle voie qui permet de concilier performances financières pures et dures et performances extra-financières. Pour l'instant, il s'agit d'une initiative isolée. Nous verrons si d'autres reprennent cette idée.

De nombreux fonds d'investissement responsables ont été créés ces dernières années. Est-ce un effet de mode ou l'émergence d'une nouvelle génération de financiers ?

P. Q. : Les jeunes financiers appartiennent à une génération qui est sensible aux problématiques sociétales et environnementales. Une génération qui va avoir ou a déjà des enfants, qui refuse de faire des boulots qui n'ont pas de sens ou vont à l'encontre de leur conviction. Quand Alizée Lozac'hmeur (H.12), par exemple, lance Makesense, avec pour objectif de promouvoir l'entrepreneuriat social, cela répond non seulement à des convictions, mais aussi à une

“ Les jeunes financiers sont issus d'une génération sensible aux enjeux d'avenir. ”

demande. De même, des personnalités comme Bertrand Badré (H.89), ancien DG et directeur financier de la Banque mondiale devenu fondateur du fonds d'investissement Blue Like an Orange, sont en pointe sur ces sujets et militent pour un changement en profondeur de la finance. Toutefois, cette génération n'ignore pas cette vérité simple : les investisseurs, s'ils peuvent être par ailleurs des philanthropes, ne le sont pas ou ne le sont que marginalement lorsqu'ils investissent. Il faut donc délivrer la performance, en plus d'apporter l'ISR.

Le choix d'être vertueux pour une entreprise n'est-il pas devenu à l'égard de cette nouvelle génération le seul moyen de recruter les meilleurs ?

P. Q. : C'est une tendance de fond, et les entreprises qui ne la suivront pas vont perdre beaucoup de batailles, à commencer par celle du recrutement. À l'avenir, on va passer de « j'ai les moyens d'être vertueux parce que je crée de la valeur » à « j'ai les moyens de créer de la valeur parce que je suis vertueux ». Ainsi quand L'Oréal offre à ses salariés du monde entier la même couverture sociale qu'en France, c'est un progrès révolutionnaire. De même, la rémunération des dirigeants des grands groupes n'est plus liée aux seuls résultats financiers. Toujours chez L'Oréal, le PDG Jean-Paul Ago (H.78) a 40 % de sa rémunération variable qui est liée à de l'extra-financier. Évidemment, cela s'applique par capillarité à tous les niveaux de hiérarchie de l'entreprise. L'Oréal n'est pas un cas isolé : 77 % des dirigeants du SBF 120 ont une rémunération variable indexée sur des critères de RSE.

Il y a donc de bonnes raisons d'être optimiste ?

P. Q. : Il y a une transformation profonde, et on ne reviendra plus en arrière. De ce point de vue, on peut être optimiste, même s'il y a encore beaucoup, beaucoup à faire. Maintenant, soyons lucides : ce n'est pas la finance, même responsable, qui changera le monde, même si elle a un rôle fondamental à jouer dans cette transition. Pour avoir une vision juste des choses, il faut rappeler ce à quoi sert la finance : il s'agit d'abord d'une boîte d'outils et de raisonnements permettant la réalisation des investissements dont les sociétés ou les institutions ont besoin. C'est aux entreprises et aux citoyens de porter les projets ! La finance ne fera que les suivre.

Propos recueillis par Sébastien Desurmont