



LES CHRONIQUES DE L'ISR

N° 11 - Septembre 2016

P.3 | Actualité

**L'EAU, PLUS
VITALE QUE
LE PÉTROLE**

P.4 et 5 | Point de vue académique

**L'IMPLICATION DES ACTIONNAIRES
INFLUE SUR LA RÉMUNÉRATION
DU DIRIGEANT**



E ÉDITORIAL



Philippe Uzan

DIRECTEUR DES GESTIONS

Le climat a changé

Un pas de géant a été franchi dans la lutte contre le réchauffement climatique. En amont du G20 des 4 et 5 septembre, les États-Unis et la Chine ont ratifié l'accord mondial sur le climat, négocié lors de la COP 21 l'an dernier à Paris. Pour entrer en vigueur, il doit être entériné par 55 pays au minimum, représentant 55% des émissions mondiales de gaz à effet de serre. À la suite de cette annonce, 26 pays représentant 40% des émissions ont ratifié l'accord. À eux seuls, Pékin et Washington représentent près de 38% de ces émissions.

Parallèlement à ce signal fort, des assureurs gérant plus de 1200 milliards de dollars d'actifs ont appelé les pays du G20 à éliminer les subventions aux énergies fossiles d'ici 2020. Un rapport du WWF (World Wildlife Fund) publié le 1^{er} septembre dernier, démontrant que la transition énergétique mondiale est amorcée et irréversible, témoigne lui aussi de l'urgence de la situation.

L'actualité forte et positive de cette rentrée sur le changement climatique ne doit pas pour autant occulter les enjeux autour de l'eau, priorité environnementale majeure de notre recherche. Les émeutes urbaines de ce mois à Bangalore en Inde, liées à l'accès aux ressources du fleuve Cauvery, ne sont qu'un exemple parmi d'autres.

Enfin, sur la question très médiatisée de la rémunération des dirigeants des grandes entreprises, la recherche académique nous rappelle avec plein de bon sens que l'implication des actionnaires influe sur la rémunération des dirigeants.

Bonne lecture.

A ACTUALITÉ

L'EAU, PLUS VITALE QUE LE PÉTROLE

En 2016, la Californie ou encore l'Afrique australe ont été victimes de records de sécheresse, tandis que plus de 600 millions de personnes sont encore privées d'eau potable¹. L'eau constitue une ressource de plus en plus convoitée et valorisée, qu'il faut protéger. Les enjeux liés à l'or bleu sont considérables, à tel point que le Forum économique mondial classe la pénurie d'eau en tête des risques en termes d'impact² à l'échelle planétaire.

L'eau est une ressource rare. On estime que seulement 1% de l'eau présente sur Terre est à ce jour disponible. En effet, selon l'USGS³, nos réserves sont constituées à 97% d'eau salée et à 2% d'eau douce bloquée sous forme de glace (calottes glaciaires et glaciers). Quant aux réserves d'eau douce liquide restantes, elles sont inégalement réparties autour de la planète entre quelques pays fortement approvisionnés et un nombre croissant de pays en situation de stress hydrique⁴. D'autre part, le changement

climatique, agissant de concert avec l'augmentation de la population et l'évolution à la hausse de « l'empreinte eau⁵ » par habitant, fait peser un risque accru sur les ressources et exacerbe la concurrence entre usagers et usages de l'eau.

Elle est au cœur de la plupart de nos activités : agriculture, industrie, besoins domestiques et même récréatifs. On parle « d'eau virtuelle » nécessaire pour produire un bien ou assurer un service. À titre d'exemple, on estime qu'en moyenne 10 000 litres d'eau sont requis pour fabriquer un kilo de coton et près de 15 000 litres pour produire un kilo de viande de bœuf⁶. 2 500 litres d'eau sont donc affectés à la seule irrigation du coton utilisé pour un t-shirt et 3 500 à 4 500 litres sont indispensables pour servir un steak dans nos assiettes.

Plus de **600 millions de personnes** sont encore privées d'eau potable

Peter Brabeck-Letmathe, alors Président de Nestlé, déclarait en 2012, lors du Forum de l'OCDE, « nous allons manquer d'eau bien plus rapidement que de pétrole ». Une manière de souligner la valeur grandissante qu'acquiert l'eau au fil du temps et que certains considèrent déjà comme une commodité. Cependant, contrairement au pétrole, l'eau est une ressource renouvelable. Les avancées technologiques nous apportent des possibilités considérables de réponse. De l'usage du big data permettant de modéliser les précipitations, permettant une irrigation plus intelligente des cultures, aux avancées en biochimie visant à rendre plus accessible le processus de dessalement de l'eau de mer par « osmose inverse⁷ », des solutions existent. La préservation de l'or bleu passera par le changement de nos habitudes de consommation et des modes de production.

1. UN Water, Rapport des Nations Unies sur la mise en valeur des ressources en eau 2016, p.21 (<http://www.unwater.org/publications/publications-detail/en/c/396246/>).

2. World Economic Forum, Global Risks 2015 10th Edition, p.17 (http://www3.weforum.org/docs/WEF_Global_Risks_2015_Report15.pdf).

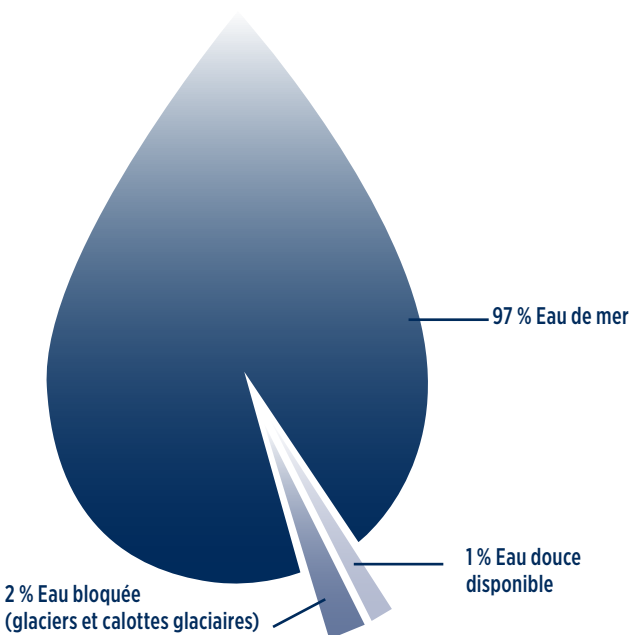
3. United States Geological Survey (<http://water.usgs.gov/edu/earthwherewater.html>).

4. Situation de pénurie, quand la demande en eau dépasse les ressources disponibles.

5. Le concept sert d'indicateur pour évaluer et comparer les différents modes de consommation.

6. Source : Water Footprint Network, product gallery (<http://waterfootprint.org/en/resources/interactive-tools/product-gallery/>).

7. Système de purification de l'eau par un filtrage très fin ne laissant passer que les molécules d'eau.



Source: USGS and Edmond de Rothschild Asset Management.

L'IMPLICATION DES ACTIONNAIRES INFLUE SUR LA RÉMUNÉRATION DU DIRIGEANT

La politique de rémunération des directeurs généraux dépend de la structure actionnariale de l'entreprise. En particulier, le niveau et la structure de rémunération diffèrent selon le degré d'implication et l'horizon d'investissement des actionnaires de contrôle. Les actionnaires dits passifs ou diversifiés, peu impliqués dans le contrôle, versent les niveaux de rémunération les plus élevés, toutes choses égales par ailleurs. Les actionnaires dont l'horizon d'investissement est relativement court versent des ratios de bonus plus élevés et plus sensibles aux performances annuelles. L'évaluation des politiques de rémunération doit donc tenir compte du type de contrôle exercé par les actionnaires.

La rémunération des directeurs généraux a fortement augmenté depuis les années 1980 aux États-Unis. Dans les autres pays industrialisés, et en France particulièrement, l'évolution sur longue période est difficile à établir en raison du manque de transparence sur le sujet avant les années 2000. Néanmoins, l'évolution des revenus des 1% plus riches, parmi lesquels les dirigeants de grandes entreprises, montre que leur hausse s'est aussi accélérée à partir de la fin des années 1990¹. L'objet de l'étude présentée ici² est de mieux comprendre la détermination des rémunérations de dirigeants des grandes sociétés cotées françaises et, en particulier, d'évaluer l'effet de la nature et de la stratégie de contrôle des principaux actionnaires sur la politique de rémunération.



Lionel Almeida

Lionel Almeida est maître de conférences au CNAM et enseigne la finance d'entreprise. Il est diplômé de l'ESCP Europe et a exercé plusieurs années dans l'audit et le conseil, avant d'entamer une thèse en économie à l'Université Paris Nanterre. Il s'intéresse à l'économie des inégalités et des hauts revenus, à la gouvernance d'entreprise et en particulier aux politiques de rémunération des dirigeants et la structure actionnariale des grandes entreprises cotées.

La loi Nouvelles Régulations Economiques (NRE) de 2001, améliorée par la loi Breton de 2005, a imposé de divulguer la rémunération des dirigeants des entreprises cotées en France. Sur la base des informations publiées dans les rapports annuels, nous avons constitué une base de données sur les rémunérations et structures actionnariales des sociétés membres du SBF 120 entre 2005 et 2012.

UNE TYPOLOGIE ORIGINALE DU CONTRÔLE

Afin de différencier les structures actionnariales, nous proposons une typologie originale fondée sur deux principaux critères : (i) le degré d'implication dans le contrôle de l'entreprise et (ii) l'horizon d'investissement des actionnaires de contrôle. L'actionnaire de contrôle est défini comme le principal actionnaire d'une société, sous réserve qu'il détienne plus de 10% du capital et qu'il soit

représenté au conseil d'administration (ou de surveillance). L'objectif est d'évaluer si ces deux critères sont pertinents pour mettre en évidence des pratiques de rémunérations distinctes, tant pour le niveau de rémunération (salaire fixe et rémunération totale³) que pour la structure de rémunération (ratio de bonus et de rémunération sous forme de titres). La typologie est composée de huit catégories. Les quatre premières, présentées dans le tableau ci-après, concernent un actionnariat de type patrimonial. Dans le cas où le dirigeant n'est pas un membre de la famille de contrôle (dirigeant externe), la typologie distingue les familles dites actives des familles dites passives selon un critère original d'expérience dans la direction de l'entreprise. Une famille actionnaire dont aucun membre actuel, siégeant au conseil, n'a d'expérience opérationnelle dans la direction de l'entreprise est supposée passive et exerçant un faible contrôle effectif de l'activité du directeur général (degré d'implication faible).

Le caractère diversifié de l'actionnaire (le conglomérat familial, rattaché à la famille passive, ou les sociétés d'investissement) contribue également à supposer le degré de contrôle effectif de la direction générale comme étant modéré. L'horizon temporel de l'investissement est supposé long pour l'actionnariat de type patrimonial ou étatique. L'horizon du contrôle est également supposé relativement long lorsque le contrôle est exercé par une autre entreprise du même secteur, soucieuse de mettre en œuvre une politique stratégique opérationnelle (synergies...)⁴. L'horizon se raccourcit en revanche lorsque la stratégie est plus financière et vise un objectif de rendement ou plus-value à moyen terme (entreprise d'investissement) ou à plus ou moins court terme (actionnariat diffus).

TYPOLOGIE DE L'ACTIONNARIAT DE CONTRÔLE			
CATÉGORIE	CARACTÉRISTIQUES PRINCIPALES	DEGRÉ D'IMPLICATION	HORIZON D'INVESTISSEMENT
ACTIONNARIAT INDIVIDUEL OU FAMILIAL :			
(1) DIRIGEANT	Le dirigeant est également l'actionnaire de contrôle.	N/A*	Long terme
(2) FAMILLE DIRIGEANTE	Le dirigeant est un membre de la famille de contrôle.		
(3) FAMILLE ACTIVE, NON DIRIGEANTE	Fondateur ou famille dont un membre a exercé la fonction de direction générale dans le passé. Le dirigeant est externe.	Élevé	
(4) FAMILLE PASSIVE, NON DIRIGEANTE	Famille dont aucun membre n'a d'expérience de direction générale, ou conglomérat familial. Le dirigeant est externe.	Faible	
ACTIONNARIAT INSTITUTIONNEL :			
(5) SECTEUR PUBLIC	L'actionnaire de contrôle est l'État ou une agence de l'État (ex. : FSI)	Élevé	Long terme
(6) ENTREPRISE (SOCIÉTÉ-MÈRE)	Le contrôle est exercé par une autre entreprise appartenant au même secteur d'activité (ou un secteur complémentaire).	Élevé	Moyen/Long Terme
(7) ENTREPRISE D'INVESTISSEMENT	Société de capital-investissement (de type private equity) ou société d'investissement familiale.	Moyen	Court/Moyen Terme
(8) ACTIONNARIAT DIFFUS	Aucun actionnaire ne détient plus de 10% du capital. Actionnariat minoritaire.	Faible	Court terme

*Degré d'implication non applicable, pas de séparation entre actionnaire de contrôle et dirigeant.

LA NATURE DU CONTRÔLE ET LA POLITIQUE DE RÉMUNÉRATION

L'étude économétrique de l'impact actionnarial sur la politique de rémunération conduit à établir plusieurs conclusions. D'abord, les actionnariats considérés comme passifs et/ou diversifiés (famille passive, entreprise d'investissement) et l'actionnariat diffus offrent à leurs dirigeants, toutes choses égales par ailleurs, les niveaux de rémunération les plus élevés. À l'inverse, les actionnaires de contrôle dont l'implication dans le contrôle est stratégique (État, entreprise) ou expérimentée (famille active) offrent à leurs dirigeants des niveaux de rémunération significativement plus faibles.

La structure de la rémunération diffère également d'une catégorie de contrôle à une autre. Les actionnaires dont la stratégie est perçue comme financière et à horizon d'investissement court (entreprise d'investissement, actionnariat diffus) définissent des packages de rémunération avec un plus fort ratio de bonus, au contraire des actionnaires dont la participation est stratégique (État) ou patrimoniale (familles) avec un horizon d'investissement long. La sensibilité du montant de bonus aux critères de performance annuels (ROA⁵, ratio de Tobin⁶...) est de surcroît plus forte pour les premiers que pour les seconds.

Enfin, pour ce qui concerne les rémunérations sous forme de titres, leur part dans la rémunération totale se distingue peu d'un type d'actionnaire de contrôle à un autre, mais leur sensibilité à la performance annuelle est plus marquée pour l'actionnariat diffus.

Les écarts de rémunération entre les catégories d'actionnaire se révèlent être significatifs statistiquement mais aussi en valeur monétaire. Prenons un dirigeant médian dans notre panel qui perçoit une rémunération totale de 1,93 million d'euros. D'après les estimations économétriques, ce même dirigeant percevra environ 50% et 20% de moins si son actionnaire de contrôle est, respectivement, l'État ou une autre entreprise, et environ 20%, 25% et 90% de plus si son actionnariat est, respectivement, une entreprise d'investissement, diffus ou une famille passive.

CONCLUSION

L'évaluation de la politique de rémunération des sociétés cotées doit tenir compte du type de contrôle exercé par les principaux actionnaires. Lorsque le contrôle exercé est élevé, le niveau de rémunération est sensiblement plus faible en cohérence avec une moindre responsabilité opérationnelle du dirigeant et une moindre délégation du contrôle. Ces faibles niveaux relatifs ne devraient donc pas donner une opportunité au dirigeant pour négocier sa paie à la hausse sur le seul argument de la comparaison des pairs.

Enfin, des ratios élevés de rémunération variable sensibles à la performance ne sont pas toujours le signe d'une bonne gouvernance, car ils peuvent être associés à des stratégies actionnariales à horizon court. À l'inverse, des structures de rémunération apparemment moins incitatives peuvent être associées à des actionnaires engagés et à horizon long qui ont la capacité de contrôler effectivement la mise en œuvre de leurs objectifs de performance, sans passer par des outils incitatifs. L'observateur pourra alors s'attacher à évaluer la qualité de ces objectifs, financiers et extra-financiers, et à porter un regard plus critique sur des critères standardisés et annuels de performance qui portent le risque de donner des incitations court-termistes et strictement financières au dirigeant.

1. Voir les études de Camille Landais (2007) et Olivier Godechot (2011).

2. Voir Almeida L., The level and structure of CEO compensation: Does ownership matter?, Revue d'Economie Politique, 2014/4.

3. La rémunération totale est la somme des rémunérations en espèces (salaire fixe et bonus) et des rémunérations sous forme de titres (stock-options, actions gratuites ou de performance).

4. Une société financière qui contrôle une autre société financière est incluse dans cette catégorie. Contrairement à une idée répandue, à taille et à structure actionnariale comparables, les sociétés financières et non financières ont un comportement similaire en termes de politique de rémunération de leur directeur général dans notre panel.

5. Return On Assets, à savoir la rentabilité économique.

6. James Tobin propose de suivre un ratio, dit Q-moyen, rapport de la valeur boursière de la firme à son capital au coût de remplacement.

À LA RENCONTRE DES SOCIÉTÉS

BONDUELLE

Fondé en 1853 par Louis Bonduelle, le groupe Bonduelle est spécialisé dans la transformation des légumes tels que les conserves, le surgelé et le frais traiteur. Les légumes, cultivés sur 128 000 hectares, sont commercialisés dans 100 pays sous différentes marques, dans différents circuits de distribution.



© Bonduelle.

Une visite de l'usine d'Estrées Mons de Bonduelle, dans la Somme, a été organisée par le groupe Bonduelle. Il s'agit de la plus grande usine de transformation de légumes au monde, qui réunit la surgélation et la conserve. Privilégiant l'approvisionnement local, l'usine traite les légumes venant de parcelles situées à moins de 100 kilomètres. Le ramassage et le battage de petits pois ainsi que leur traitement (surgelés ou conserves) ont été présentés. Il ne se passe pas plus de 4 heures entre la récolte du pois et sa mise en conserve ou en chambre froide.

Les agriculteurs sont couverts par la charte d'approvisionnement du groupe, un cahier des charges plus spécifique entraînant des déclinaisons locales. L'objectif du groupe est de développer une agriculture écologiquement intensive, via le déploiement de l'agriculture raisonnée ou de méthodes agricoles non conventionnelles. Les relations avec les agriculteurs sont stables avec un turnover inférieur à 5%.

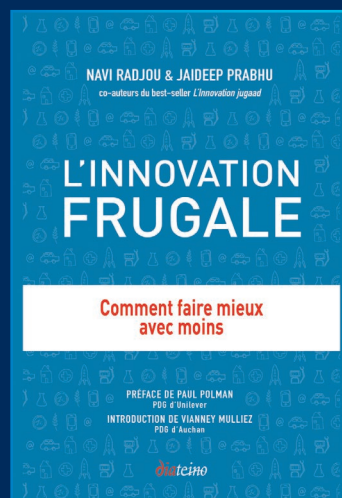
Bonduelle s'appuie sur son programme VegeGo!¹ qui a pour ambition de faire du groupe Bonduelle « le référent mondial qui assure le bien-vivre par l'alimentation végétale ». Ce fort positionnement santé est renforcé par l'amélioration du profil nutritionnel de ses produits. Selon Bonduelle, sur une période de 10 ans, le groupe a réduit de 40% le taux de sel.

1. En 2012, Bonduelle lance ce projet d'entreprise. Co-construit par les collaborateurs, la direction générale du groupe et les actionnaires, il définit ce que sera Bonduelle en 2025.

CONSEIL DE LECTURE :

« L'innovation frugale est une stratégie révolutionnaire. Toutefois, elle est bien plus qu'une stratégie : elle est le signe d'un nouvel état d'esprit qui voit la restriction des ressources comme une opportunité plutôt qu'un handicap ». Dans un contexte de rareté des ressources, cette stratégie de croissance de rupture s'appuie sur cinq tendances majeures : la consommation collaborative, l'économie circulaire, les makers, le développement durable et le numérique.

L'innovation frugale vise à la fois à utiliser moins de ressources tout en répondant mieux aux demandes des consommateurs. Ce mouvement fait bouger les lignes au sein de nombreuses industries. Les deux auteurs insistent sur le fait que l'innovation frugale n'est pas synonyme de low-cost, mais englobe une dimension de qualité, simplicité et durabilité. De nombreux exemples d'entreprises pionnières rendent la lecture vivante.



L'INNOVATION FRUGALE

Comment faire mieux avec moins

Navi Radjou, Jaideep Prabhu

Les Editions Diateino, 2015 (300 pages, 24 euros)

 L'ÉQUIPE ISR EN ACTION

JEAN-PHILIPPE DESMARTIN PREND LA DIRECTION DE L'ÉQUIPE INVESTISSEMENT RESPONSABLE



Jean-Philippe Desmartin rejoint Edmond de Rothschild Asset Management pour prendre la direction de l'équipe Investissement Responsable. Basé à Paris, il rapporte à Philippe Uzan, Directeur des Gestions.

Jean-Philippe Desmartin prend la direction de l'équipe Investissement Responsable, à compter du 12 septembre 2016. Diplômé de l'Université de Paris II en droit des affaires et en gestion, ainsi que de l'IEP de Paris (section économique et financière), Jean-Philippe Desmartin débuta sa carrière en 1993 en tant que chargé d'affaires au département Ingénierie financière du Crédit Du Nord. De 1997 à 1999, il fut chargé de mission pour le Groupe Alpha, avant de prendre le poste de Responsable du Développement au sein de l'agence extra-financière AReSE. En 2003, il exerça les fonctions de Directeur chez Innovest, puis fonda Desmartin Conseil l'année suivante. Depuis 2005, Jean-Philippe Desmartin occupait les fonctions de Responsable de la Recherche ESG (Environnement, Social et Gouvernance) chez Oddo Securities.

Membre de plusieurs groupes de travail et comités internationaux œuvrant pour l'avancée des enjeux liés aux critères ESG (*European Federation*

of Financial Analysts Societies - EFFAS, International Corporate Governance Network - ICGN, Principles for Responsible Investment - PRI, World Intellectual Capital Initiative - WICI), Jean-Philippe Desmartin préside la Commission recherche du Forum pour l'Investissement Responsable (FIR, France).

Il est coauteur de trois livres sur l'Investissement Responsable, intitulés « *L'Investissement Socialement Responsable* », « *ISR et Finance Responsable* » ainsi que « *The Routledge Handbook of Responsible Investment* », publiés respectivement en 2005, 2014 et 2015.

Sa pratique a fait l'objet d'une étude de cas (« *Business Case* ») réalisée en 2011 par la Harvard Business School (HBS). L'an dernier, elle a été reconnue comme innovante par un jury international constitué d'académiques et d'investisseurs institutionnels, membres de l'Investment Innovation Benchmark (IIB).



**INVESTISSEZ SUR LES ENTREPRISES
QUI DÉFENDENT VOS VALEURS**



**EDMOND
DE ROTHSCHILD**

CONCORDIA - INTEGRITAS - INDUSTRIA

Septembre 2016. Document non contractuel exclusivement conçu à des fins d'information.

Avertissement : Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans cette présentation reflètent le sentiment du Groupe Edmond de Rothschild sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie du Groupe Edmond de Rothschild. Tout investisseur potentiel est invité à se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque investissement indépendamment du Groupe Edmond de Rothschild et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. À cet effet, il devra prendre connaissance des documents d'informations clés pour l'investisseur (DICI) remis avant toute souscription et disponible sur le site www.edram.fr ou gratuitement sur simple demande au siège social de Edmond de Rothschild Asset Management. **Principaux risques du fonds Edmond de Rothschild Euro Sustainable Growth : risque de perte en capital, risque de gestion discrétionnaire, risque actions, risque lié à la sélection ISR, risque lié aux petites et moyennes capitalisations.**

Directeur de la publication : Philippe Uzan – Crédit photos : Istock by Getty images

**EDMOND DE ROTHSCHILD
ASSET MANAGEMENT (FRANCE)**

47, rue du Faubourg Saint-Honoré – 75401 Paris Cedex 08
Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au
capital de 11 033 769 euros
Numéro d'agrément AMF GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris
Partenariats & Distribution Tél. +33 (0)1 40 17 23 09
Institutionnels France Tél. +33 (0)1 40 17 23 44
Développement International Tél. +33 (0)1 40 17 27 04

www.edram.fr