



B. Business Impact

Le départ du DG de Danone : couple risque-rentabilité ou trépied risque-rentabilité-soutenabilité ? L'intégration de la soutenabilité dans l'équation financière

ESCP Impact Paper No 2021-15-FR

Christophe Thibierge
ESCP Business School

Le départ du DG de Danone : couple risque-rentabilité ou trépied risque-rentabilité-soutenabilité ? L'intégration de la soutenabilité dans l'équation financière

Christophe Thibierge
ESCP Business School

Résumé

En mars 2021, le directeur général de Danone, bien connu pour son engagement en faveur de la durabilité, a été licencié en raison de mauvaises performances financières. Face à cette apparente opposition entre indicateurs financiers et extra-financiers, nous introduisons un trépied risque-rentabilité-soutenabilité pour analyser cette décision du point de vue des actionnaires. Nous montrons que même pour un actionnaire "responsable", les indicateurs financiers sont toujours importants, et qu'un équilibre est nécessaire entre les trois paramètres du trépied. En appliquant ce trépied à deux secteurs différents, nous montrons que différents segments d'actionnaires peuvent coexister dans le capital d'une entreprise.

Mots clés : performance financière ; risque ; rentabilité ; soutenabilité ; Danone.

Le départ du DG de Danone : couple risque-rentabilité ou trépied risque-rentabilité-soutenabilité ? L'intégration de la soutenabilité dans l'équation financière

Le trépied risque-rentabilité-soutenabilité : le cas des actionnaires de Danone

Le 15 mars 2021, Emmanuel Faber est démis de ses fonctions en tant que directeur général du groupe Danone. Depuis plusieurs années, ce dirigeant avait orienté la stratégie du groupe Danone vers davantage de soutenabilité et de respect des critères ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance). Son éviction de la direction du groupe Danone sonne comme une sanction : est-il possible de mener un grand groupe sur le chemin du développement durable sans pour autant mécontenter les actionnaires ?

1. L'histoire et ce qu'en retient la presse économique

Dès que le groupe Danone a publié son communiqué, les analystes et journalistes ont essayé de comprendre ce qui avait pu motiver l'éviction d'Emmanuel Faber. Le premier élément évoqué n'est pas une explication, plutôt un constat : Emmanuel Faber n'a jamais fait un mystère de son envie d'œuvrer à un monde plus juste, avec un travail porteur de sens. Il a publié en 2012 un livre très personnel dans lequel il revient sur son histoire pour expliquer ce dans quoi il croit et surtout, ce dans quoi il ne croit pas : le profit pour le profit, sans préoccupation de valeurs humaines. Deux ans plus tard, quand il est nommé à la tête du groupe Danone, il lance progressivement plusieurs initiatives environnementales et sociales, avec notamment la création de fonds d'innovation en matière de santé alimentaire et d'aide aux populations défavorisées. En juin 2020, il obtient un vote de 99 % des actionnaires pour que Danone devienne une entreprise à mission, la première de ce genre au sein du CAC 40. Au début de l'année 2021, un fonds d'investissement activiste (Bluebell Capital) déclenche la surprise, non seulement en déclarant avoir pris une part au capital de Danone, mais aussi en demandant publiquement à ce que le charismatique directeur général de Danone soit remplacé. En effet, Bluebell Capital - bientôt rejoint par le fonds Artisan Partners - déplore la faible performance financière de Danone par rapport à ses concurrents directs, Unilever et Nestlé. Après quelques semaines de réflexion et de rencontres entre les administrateurs de Danone, la nouvelle tombe finalement : Emmanuel Faber doit quitter immédiatement ses fonctions de directeur général pour être remplacé par un autre administrateur. Pour la majorité de la presse économique, le constat est fort simple : les actionnaires d'un groupe sont prêts à aller vers davantage de soutenabilité et de mise en avant des critères ESG... tant que cela ne remet pas en cause les performances financières de l'entreprise. Or, pour mettre en place une politique alignée sur les objectifs de développement durable (ODD), une entreprise doit nécessairement engager de l'argent, ce qui va donc impacter sa performance à court terme. Il est donc reproché deux choses aux actionnaires de Danone : d'une part, de ne pas avoir eu la patience d'attendre un retour sur investissement d'une politique sociétale et environnementale ; d'autre part, de ne pas avoir su dépasser la recherche de la seule rentabilité financière.

2. Les fonds activistes et les actionnaires

Dans la majorité des réactions à cette nouvelle, il y a un amalgame qui est fait entre les deux fonds activistes et l'ensemble des actionnaires. Or, ces fonds d'investissement ont l'habitude

de rentrer au capital de sociétés dans lesquelles ils souhaitent impulser un changement rapide, pour faire augmenter le cours boursier de l'entreprise et réaliser ainsi une plus-value. Ils œuvrent donc dans une logique de court terme, ce qui n'est pas forcément le cas de la majorité des actionnaires de Danone. Pourtant, il faut souligner que ces fonds d'investissement ne détiennent qu'une faible part du capital : moins de 5 % des droits de vote. Il leur faut donc arriver à convaincre les autres actionnaires – pour obtenir une majorité en assemblée générale – ou à contacter directement les administrateurs – s'ils souhaitent éviter les complications et la publicité d'une assemblée générale avec une motion de démission.

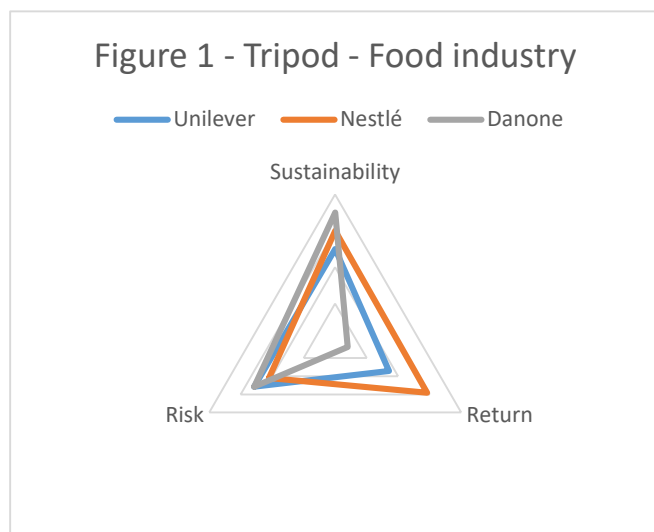
Dans le cas de Danone, le départ d'Emmanuel Faber a été voté en conseil d'administration par 10 administrateurs sur 16. Il faut donc supposer que les fonds d'investissement ont réussi à mobiliser d'autres actionnaires pour peser dans cette décision, ou encore, que leurs arguments ont réussi à convaincre une majorité des administrateurs du groupe. Aussi, on peut retirer une première idée de cette histoire : les actionnaires ne forment pas un groupe homogène. De la même manière qu'un responsable marketing sait très bien que sa clientèle est en réalité composée de plusieurs segments distincts avec des attentes différentes, les grands groupes ont intérêt à identifier les différentes catégories d'actionnaires qui participent à leur capital. Il y a d'une part les actionnaires qui exigent une performance régulière trimestre après trimestre : orientés vers la performance à court terme, ils sont prêts à céder leurs parts (on dit qu'ils votent avec leurs pieds) dès que la performance n'est plus au rendez-vous. C'est le cas de nombreux fonds d'investissement ou de *hedge funds*. A l'opposé, il y a une autre catégorie d'actionnaires qui est prête à attendre patiemment les résultats d'une stratégie à moyen terme ou à long terme. Selon un autre critère de segmentation, certains actionnaires recherchent la maximisation de leurs profits, selon le couple risque-rentabilité, sans se préoccuper d'un autre critère ; par opposition, d'autres investisseurs sont prêts à inclure une troisième dimension environnementale et sociétale dans leurs choix. Cela veut dire que cette dernière catégorie ne raisonne plus seulement sur un couple risque-rentabilité, mais qu'elle cherche plutôt à équilibrer un trépied risque-rentabilité-soutenabilité. En d'autres termes, cette catégorie d'investisseurs pourra accepter une rentabilité plus faible si cela est compensé par davantage de projets orientés ESG.

Il est donc important pour une entreprise de bien connaître la géographie de son capital. En effet, beaucoup de décisions ne sont pas prises à la majorité absolue des droits de vote : dans de nombreux cas, il peut y avoir l'équivalent d'un *Swing State* dans l'électorat américain, c'est-à-dire un petit groupe d'individus qui va contribuer à emporter une décision dans un sens ou l'autre par le seul pouvoir de son vote. Il est ainsi permis de penser que si un petit groupe d'activistes arrive à faire démissionner un directeur général sur des critères de performance financière, alors dans d'autres circonstances, un autre petit groupe d'actionnaires pourra tout aussi bien réorienter la stratégie d'un groupe vers davantage de développement durable.

3. Le trépied risque-rentabilité-soutenabilité

Dans le cas de Danone, les activistes n'ont pas spécialement critiqué Emmanuel Faber pour ses stratégies orientées vers plus de soutenabilité. Ils ont avant tout focalisé leurs arguments sur la faible performance financière du groupe comparée à celle de ses deux principaux concurrents : l'action Danone n'avait progressé que de 8 % sur les 5 dernières années, contre +34 % pour Unilever et plus 58 % pour Nestlé (dividende inclus). Mais en parallèle à ces chiffres de rentabilité affichée, qu'en est-il du niveau de risque et du degré de soutenabilité de chaque société ? Pour la rentabilité, on l'a vu, nous avons retenu la progression du cours boursier (dividende inclus) sur les 5 dernières années. Pour le risque, nous retenons une mesure classique de volatilité en finance, à savoir l'écart type des rentabilités mensuelles pour les actions Danone, Unilever et Nestlé sur cette même période de 5 ans. Enfin, pour le

critère de soutenabilité de l'entreprise, nous nous référons à la notation établie par MSCI ESG ratings sur un échantillon de 2800 entreprises. Sur ce dernier critère, Danone est la mieux classée des trois sociétés : elle obtient une notation AAA, soit la meilleure note sur une échelle à 7 niveaux. Pour une meilleure visualisation, la Figure 1 propose une représentation graphique de ce trépied pour les trois sociétés.



Comme on peut le voir dans la figure, les trois sociétés sont à peu près au même niveau en termes de risque : cela n'est pas trop étonnant, dans la mesure où elles opèrent dans le même secteur et sur les mêmes segments de clientèle.

Pour ce qui est de la notation ESG, les différences sont faibles : Danone est notée AAA, suivie par Nestlé (AA) puis par Unilever (A), c'est-à-dire que ces trois sociétés se situent sur les 3 plus hauts niveaux d'une échelle qui en compte 7. Pour ce qui est de la rentabilité, enfin, c'est là où l'on constate des différences majeures. Dans une logique d'un trépied

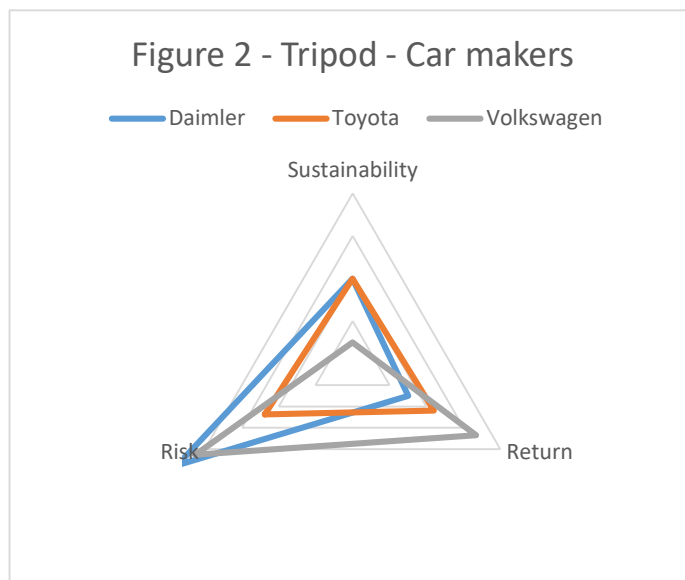
équilibré, on devrait s'attendre à ce que les trois triangles occupent à peu près la même surface. En d'autres termes, une insuffisance ESG pour une société devrait être compensée par une rentabilité meilleure, tandis qu'une société active en développement durable pourrait avoir une rentabilité inférieure, mais probablement un risque qui serait aussi diminué. L'idée du trépied est justement celle d'une compensation et d'un équilibrage entre les trois critères. Dans ce graphique, on constate que le triangle de Danone est nettement plus petit (en termes de surface) que celui des deux autres groupes : malgré une meilleure performance environnementale, et à niveau de risque à peu près égal, le groupe dégage une rentabilité nettement inférieure par rapport aux deux autres sociétés. En fait, si l'on se concentre uniquement sur l'histoire de Danone, l'axe de la soutenabilité n'apporte pas beaucoup d'informations supplémentaires : en effet, dans un couple risque-rentabilité classique, on peut voir que Danone génère beaucoup moins de rentabilité que ses principaux concurrents, pour un niveau de risque à peu près identique. En d'autres termes, et contrairement à ce qui a été dit dans la presse, les préoccupations en matière de développement durable ne jouent pas un grand rôle dans la décision des actionnaires de licencié Emmanuel Faber.

Nous pouvons maintenant nous concentrer sur une comparaison individuelle avec Unilever : cette société a une note ESG inférieure à celle de Danone, de deux crans. Mais encore une fois, lorsqu'un actionnaire se soucie des questions ESG, cela ne signifie pas que cet actionnaire responsable oubliera le risque ou la rentabilité dans son évaluation. Unilever illustre bien que ce trépied est une question d'équilibre : pour un même niveau de risque, un actionnaire responsable acceptera une notation ESG plus faible uniquement si c'est compensé par une rentabilité plus élevée. En d'autres termes, le triangle d'Unilever est plus équilibré que celui de Danone, du point de vue des actionnaires. En conclusion, l'opinion populaire sur le licenciement d'Emmanuel Faber s'avère erronée : il n'a pas été licencié en raison de ses efforts en faveur d'une plus grande durabilité, mais surtout parce que l'amélioration de la soutenabilité n'était pas suffisante - même pour les actionnaires responsables - pour compenser la baisse de la rentabilité. L'entreprise idéale semble donc être Nestlé : pour un niveau de rentabilité élevé, elle présente un niveau de risque plus faible que celui de ses concurrents, et un très bon classement en matière de durabilité.

4. Extension à un autre secteur et approfondissement

Certes, ce trépied peut être considéré comme simpliste. Les indicateurs choisis - bien que correspondant aux normes du secteur - peuvent toujours être affinés. En outre, la plupart des investisseurs utilisent davantage de critères pour décider d'investir dans une entreprise. Mais cette figure a le mérite d'aller au-delà du traditionnel couple risque-rentabilité, en intégrant une troisième dimension, cette fois non financière.

Ce trépied peut être généralisé à différents secteurs pour aider à comprendre les choix des actionnaires. Après le cas de Danone et de ses concurrents de l'industrie alimentaire, nous avons opté pour une industrie très différente : le secteur des constructeurs automobiles. En effet, contrairement à l'exemple précédent où les entreprises travaillent et communiquent sur les questions de soutenabilité, l'industrie automobile n'a pas une bonne réputation sur les facteurs ESG, notamment sur la partie environnement (pollution, empreinte carbone, utilisation d'énergies fossiles). Nous nous attendons donc à être à l'autre extrémité



du spectre en termes de soutenabilité : regardons si un petit changement dans la note de durabilité peut avoir un impact sur les deux autres paramètres de risque et de rentabilité. Dans la figure 2, nous présentons trois acteurs majeurs de l'industrie automobile. Il n'est pas surprenant que leur notation ESG soit plus basse que dans le secteur précédent, avec cependant des différences : Volkswagen, par exemple, se situe au niveau le plus bas en termes de notation de durabilité (CCC).

En observant le graphique, nous pouvons voir qu'une entreprise a un trépied équilibré mais de petite taille : il s'agit de Toyota. On peut considérer qu'il s'agit d'une entreprise qui attire une bonne proportion d'actionnaires "responsables", c'est-à-dire satisfaits dans leurs attentes d'une politique de développement durable, et qui estiment que leur exposition au risque est compensée par une rentabilité correcte. Comparativement, les deux autres entreprises présentent un niveau de risque plus élevé que Toyota, et elles présentent deux profils distincts. Volkswagen affiche la rentabilité la plus élevée, au détriment d'un impact ESG extrêmement faible ; au contraire, Daimler a une notation ESG plus élevée mais affiche une rentabilité plus faible. Ce trépied nous aide donc à mieux comprendre la géographie du capital de ces trois entreprises : Les actionnaires de Volkswagen ont tendance à être principalement des actionnaires "risque-rentabilité", qui cherchent uniquement à maximiser leur rentabilité pour un niveau de risque donné ; avec le même niveau de risque, Daimler semble au contraire attirer une plus grande proportion d'actionnaires "responsables", qui sont prêts à accepter une rentabilité plus faible pour un engagement plus important envers les questions de durabilité ; enfin, Toyota présente un profil équilibré "en voie médiane", avec un risque plus faible que ses concurrents, une rentabilité correcte et une notation ESG satisfaisante.

Bien que simple, ce trépied peut ainsi aider à visualiser les principales préoccupations des actionnaires dans différents secteurs. Dans chaque secteur, nous pouvons alors identifier les entreprises qui opèrent selon une stratégie classique de couple risque-rentabilité, et celles qui pourraient changer la donne en intégrant les questions de développement durable dans l'agenda de leurs actionnaires. Les futures pistes de recherche pourraient

consister à : établir une cartographie de tous les secteurs ; relier le trépied de chaque entreprise avec ses annonces (par exemple la lettre aux actionnaires) ; vérifier notamment l'horizon (à long terme ou à court terme) de la stratégie annoncée, et son impact sur l'activisme des actionnaires.

5. Conclusion

En nous appuyant sur un exemple tiré de l'actualité récente, nous avons cherché à savoir si les choix des actionnaires peuvent aller au-delà du clivage classique entre le risque encouru et la rentabilité financière exigée. L'introduction d'un troisième critère de soutenabilité permet non seulement de mieux comprendre les choix des différents segments d'actionnaires, mais aussi de démonter certains mythes, par exemple l'opposition entre les préoccupations ESG et la demande de rentabilité maximale des actionnaires. En effet, dans certains cas, comme celui de Danone, un engagement fort en faveur du développement durable ne sert pas d'excuse à une mauvaise performance financière. Dans d'autres cas, parmi différents secteurs, ce trépied risque-rentabilité-soutenabilité permet de cartographier les différents segments d'actionnaires (actionnaires "risque-rentabilité" ou actionnaires "responsables") et leur influence respective dans la géographie du capital. Ce trépied conduit à des questions fondamentales quant à la priorité des trois critères dans l'agenda de la direction générale. Il permet aux entreprises et aux investisseurs de se poser les questions suivantes : quel type d'actionnaires aimerais-je avoir, et comment puis-je satisfaire leurs demandes ? Dans quel type d'entreprise aimerais-je investir, et quels critères de priorité dois-je utiliser dans mon choix ? Nous ne recommandons pas à toutes les entreprises d'essayer d'atteindre un équilibre parfait entre risque, rentabilité et soutenabilité. Nous soulignons plutôt le fait que si une entreprise choisit de donner la priorité à l'un de ces trois paramètres, elle modifiera probablement l'équilibre de ce trépied risque-rentabilité-soutenabilité par rapport à ses principaux concurrents, et attirera donc les actionnaires dont les intérêts sont les plus alignés avec cette nouvelle configuration.

Références

Julie Nicolas et al., *Les investisseurs responsables face au dilemme des AG 2020*, Novethic, juillet 2020, 32 p.