

# **Politiques RSE et création de valeur : Vers un modèle de gouvernance responsable ?**

S. BEN LARBI \*– R. OHANESSIAN\*\*

## **Résumé**

Cet article cherche à apprécier dans quelle mesure les politiques de responsabilité sociétale des entreprises (RSE) pourraient insuffler une vision partenariale et coopérative et jeter les bases d'un modèle de gouvernance responsable nécessaire à la réussite du projet commun.

## **Mots – clés**

Valeur actionnariale, valeur partenariale, gouvernance responsable, responsabilité sociétale des entreprises, indicateurs financiers de création de valeur, analyse extra financière, rating sociétal.

## **Summary**

The purpose of this article is to evaluate the extent to which the corporate social responsibility policies of companies could inspire the partnership and cooperation necessary for the success of a joint project and lay the foundations for a model of responsible governance.

## **Key – words**

Stockholder value, stakeholder value, responsible governance, corporate social responsibility, Financial indicators of value creation, extra-financial analysis, social rating.

\* Maître de conférences à l'Université du Sud Toulon Var (IUT de Toulon), Laboratoire ERMES et Professeur de finance à Euromed Marseille Ecole de Management.

\*\* Professeur de finance à Euromed Marseille Ecole de Management.

## **Politiques RSE et création de valeur : Vers un modèle de gouvernance responsable ?**

S. BEN LARBI – R. OHANESSIAN

### **Introduction**

La création de valeur n'est-elle qu'un discours à la mode ? Si l'on en croit les nouvelles pratiques managériales issues du capitalisme anglo-saxon et continental, le paradigme de la valeur apparaît aujourd'hui comme une impérieuse nécessité qui affecte essentiellement les sociétés faisant appel public à l'épargne, que ces dernières soient du type entrepreneurial ou managérial.

Toutefois, si les manifestations de ce paradigme peuvent revêtir différentes facettes (valeur actionnariale, partenariale, stratégique, organisationnelle)<sup>1</sup>, la création de valeur s'impose aux dirigeants d'entreprises comme une fatalité car elle puise ses origines dans les mutations profondes qui ont affecté l'environnement économique et financier international au cours des deux dernières décennies. En effet, la mondialisation des marchés financiers, l'évolution de la structure de l'actionnariat aux USA et en Europe continentale, l'activisme des actionnaires et des investisseurs institutionnels (tels que les fonds de pension), conjugué à l'évolution des systèmes de gouvernement d'entreprises et des nouvelles technologies de l'information et de la communication ont fortement contribué à l'émergence d'une culture managériale où la discipline de la valeur serait au cœur de la vision des dirigeants.

Cet article se propose d'engager une réflexion de fond sur l'aptitude des politiques RSE<sup>2</sup> à insuffler une vision partenariale et coopérative, compatible avec un objectif de création de valeur et susceptible de jeter les bases d'un modèle de gouvernance responsable.

Après avoir explicité les complémentarités et les points de divergence des conceptions actionnariale et partenariale de la valeur, nous chercherons à apprécier dans quelle mesure la responsabilité sociétale des entreprises pourrait favoriser l'émergence d'une vision partenariale et coopérative nécessaire à la réussite du projet commun.

---

<sup>1</sup> La valeur stratégique (ou concurrentielle) a trait aux relations de l'entreprise avec son environnement. On peut inclure dans ce paradigme des auteurs comme Chandler, Ansoff et Porter.

La valeur organisationnelle se rapporte à la qualité du management et du fonctionnement de l'entreprise. On pourra consulter à ce sujet Hoarau et Teller (2001). Pour une analyse approfondie de la valeur partenariale, on pourra consulter Charreaux et Desbrieres (1998).

<sup>2</sup> L'abréviation RSE désigne la responsabilité sociétale de l'entreprise. Selon le livre vert de la commission européenne (2001), La RSE est un concept dans lequel les entreprises intègrent les préoccupations sociales, environnementales et économiques dans leurs activités et dans leurs interactions avec leurs parties prenantes sur une base volontaire. En France comme en Belgique, on préfère utiliser le vocable « responsabilité sociétale des entreprises » plutôt que « responsabilité sociale des entreprises », traduction directe de « corporate social responsibility » qui pourrait omettre le pilier environnemental.

Enfin, nous verrons que le rating sociétal permet aux analystes de s'assurer en amont du bien fondé de l'engagement sociétal des entreprises et qu'il exerce sur l'entreprise un effet disciplinant compatible avec une conception partenariale de la valeur et propice à l'émergence d'un modèle de gouvernance responsable respectant les contraintes économiques, environnementales et sociales.

### **1. Les approches actionnariale et partenariale de la valeur sont – elles conciliables ?**

S'il est vrai que le développement de l'activité, l'amélioration de la profitabilité ou la recherche de la flexibilité financière peuvent constituer des objectifs intermédiaires et prioritaires à un moment donné de la vie d'une entreprise, il est difficile d'admettre que ces objectifs intermédiaires puissent constituer à eux seuls une fin en soi, mais plutôt un moyen au service d'un objectif ultime que l'on s'efforcera à atteindre sur le long terme. En effet, qu'il s'agisse d'une entreprise du type entrepreneurial ou managérial, les dirigeants se doivent tout naturellement de préserver et de rémunérer les capitaux investis par les actionnaires conformément aux conditions de rémunérations qui prévalent sur les marchés financiers, mais aussi de dégager un surplus monétaire contribuant à l'accroissement de la richesse des actionnaires.

Dès lors, il importe aux dirigeants de mettre en oeuvre une politique de gestion compatible avec un objectif de création de valeur<sup>3</sup>. Si tel n'est pas le cas, les dirigeants éprouveront tôt ou tard des difficultés pour financer leurs projets de développement. Par conséquent, d'aucun n'accepterait d'arrêter un plan d'actions susceptible de contribuer à l'appauvrissement des actionnaires. Hormis le fait qu'une telle mesure soit impopulaire, elle rendrait inopérant le processus de collecte des fonds sur le marché.

C'est dans cette perspective que l'objectif de création de valeur apparaît comme un objectif ultime que l'équipe dirigeante se doit d'atteindre sur le long terme. Comme le souligne Albouy (1999), il s'agit là d'une approche pragmatique considérant la firme comme un nœud de contrats dont chaque partie cherche à tirer le maximum d'avantages. Dans la conception actionnariale de la valeur, le rôle du management est bien de défendre au mieux les intérêts des actionnaires dans la mesure où l'on peut faire confiance aux autres parties prenantes pour défendre leurs intérêts bien compris.

Même si l'on admet qu'un tel objectif est louable sur le long terme, le risque de court termisme demeure omniprésent sur le marché en raison du comportement opportuniste d'opérateurs exigeants et informés et qui se livrent continuellement à des arbitrages entre le risque et la rentabilité.

Cette attitude impose aux dirigeants un meilleur suivi du parcours boursier des titres aussi bien sur le court, moyen et long terme. En effet, il est clair que les fluctuations boursières à court terme influencent considérablement le comportement des opérateurs et incitent plus que jamais les dirigeants à déployer des stratégies de communication financière dont le but est de rassurer les opérateurs sur les perspectives de rentabilités associées à leurs placements. Le dictat de la création de valeur conjugué à une vision court termiste (très souvent plébiscité par les fonds de pension ou les hedge funds américains) ne doit cependant pas nous faire perdre de vue que la performance de toute politique de gestion ne peut s'apprécier que sur le long terme. Si l'on se place dans cette perspective, les dirigeants devront mettre en place une politique de gestion compatible avec les intérêts des actionnaires et créer de la valeur à moyen / long terme. Cela revient à maximiser la

---

<sup>3</sup> Comme le souligne Charreaux (1998), ce raisonnement suppose implicitement que les marchés soient parfaitement concurrentiels et que les dirigeants gèrent conformément aux intérêts des actionnaires, les autres partenaires étant censés recevoir par contrat la rémunération d'équilibre fixée sur le marché de la ressource qu'ils apportent.

valeur de l'entreprise ou, pour un niveau de dettes donné, à maximiser la valeur des fonds propres.

Reste à savoir quelles sont les variables décisionnelles sur lesquelles pourraient s'appuyer les dirigeants pour mettre en place une politique de gestion compatible avec un objectif de création de valeur?

Il s'agit principalement de variables (ou leviers financiers de création de valeur<sup>4</sup>) pouvant agir sur la capacité de l'entreprise à générer des cash-flows mais aussi sur les risques que l'entreprise fait courir à ses investisseurs, à savoir, la politique d'investissement, la politique de financement, la politique de dividendes, mais aussi la politique de communication financière car il ne suffit pas de faire, mais de faire et faire savoir pour que le marché adhère à la politique mise en œuvre par l'entreprise et effectue des actions correctrices par le jeu de l'offre et de la demande en vue de pousser à la hausse la valeur de l'entreprise et par voie de conséquence le cours de l'action.

Toutefois, la maximisation de la valeur de l'entreprise ne peut se faire au détriment des autres parties prenantes<sup>5</sup> qui sont au cœur du processus de création de valeur.

Ce constat devrait suffire pour justifier le recours à une acceptation plus élargie de la création de valeur, à savoir la valeur partenariale<sup>6</sup>.

Cette acceptation réconciliatrice devrait permettre à l'ensemble des parties prenantes de se mobiliser autour d'un projet commun et fédérateur.

L'approche partenariale de la valeur aurait pour principal mérite d'obliger le management de l'entreprise à prendre en compte les intérêts des actionnaires mais également ceux des autres parties prenantes qui participent activement, elles aussi, au processus de création de richesse.

L'objectif ultime n'est donc plus de créer de la valeur à tout prix pour les détenteurs de droits de propriété (les stockholders), mais plutôt d'acquérir une culture managériale orientée vers la satisfaction de l'ensemble des partenaires économiques, financiers et sociaux d'une entreprise que l'on appelle communément stakeholders. Mais l'on pourrait penser à juste titre qu'il n'y a pas sur le long terme d'antagonisme entre les intérêts des actionnaires et ceux des salariés par exemple. En effet, il serait illusoire de croire qu'une entreprise puisse être capable de créer de la valeur si elle n'est pas en mesure d'offrir à ses salariés des conditions de rémunérations et des conditions de travail attractives. De même, toute entreprise se doit dans une économie de concurrence mondialisée d'être continuellement à l'écoute de ses clients en vue de satisfaire leurs attentes à des prix compétitifs. En cherchant à maximiser leurs propres intérêts, les actionnaires maximisent ceux de tous les autres parce que c'est justement la satisfaction des intérêts de ces stakeholders qui permet d'optimiser à terme la valeur actionnariale. Il y a là une relation de cause à effet cyclique et interminable sur laquelle repose cette problématique, et à cet égard, seule une acceptation de la création de valeur durable en collaboration avec le réseau partenarial de l'entreprise pourrait offrir un cadre d'analyse rigoureux et prometteur.

Les approches actionnariale et partenariale ne sont donc pas exclusives. Bien au contraire, elles sont complémentaires même si elles relèvent d'idéologies empreintes de considérations économiques, sociales ou culturelles qui ne font pas toujours l'unanimité.

Traditionnellement, l'approche actionnariale est propre aux économies issues du capitalisme anglo-saxon (il s'agit principalement des Etats-Unis, du Royaume-Uni et de

<sup>4</sup> Voir à ce sujet Caby, Clerc-Girard et Koehl (1996).

<sup>5</sup> Il s'agit principalement des créanciers, des fournisseurs, des clients, des salariés, des sous-traitants, des pouvoirs publics ou autres partenaires sociaux.

<sup>6</sup> Pour une analyse approfondie de la valeur partenariale, on pourra consulter Charreaux et Desbrières (1998)

l'Australie) se caractérisant par de grands marchés liquides de capitaux pour lesquels plus de la moitié des actions sont détenues par des institutions dont la priorité est de maximiser leur niveau de rentabilité pour un niveau de risque donné.

L'approche partenariale, elle, a eu plus de succès dans les économies du capitalisme continental (il s'agit essentiellement de la France, de l'Italie, de la Belgique, de l'Allemagne, de la Suisse, et du Danemark).

En Europe continentale, les marchés sont plus petits et moins liquides et les pouvoirs étaient traditionnellement concentrés entre les banques, les pouvoirs publics et quelques grandes familles<sup>7</sup>.

Aujourd'hui, la convergence de ces deux points de vue ne fait plus de doute. Il est clair que le modèle européen est en train de changer sous l'effet de :

- la mondialisation des marchés qui a accru la pression sur les sociétés cotées pour qu'elles permettent aux investisseurs de rentabiliser leurs fonds ;
- la vague de privatisation qui a affecté le paysage boursier en Europe ainsi que la structure de son actionnariat ;
- la pression exercée sur les budgets de l'Etat entraînant une réduction des fonds publics disponibles pour les entreprises.

De même, le modèle actionnarial anglo-saxon n'a pas été exempt de profonds bouleversements incitant les investisseurs à s'impliquer davantage dans la gestion des entreprises en raison de la concentration croissante du pouvoir actionnarial institutionnel. Ne pouvant pas transférer leurs capitaux entre différentes entreprises ou secteurs pour cause d'indexation, certains fonds de pension américains comme CalPERS (California Public Employees' Retirement System) doivent gérer leurs investissements de façon plus active allant parfois jusqu'à chercher à remplacer la direction d'une entreprise plutôt que d'exprimer son désaccord en vendant ses parts détenues dans l'entreprise.

Quel que soit le modèle retenu, la maximisation de la valeur actionnariale à long terme apparaît comme un objectif de gestion légitime, incontournable et indissociable d'une conception partenariale de l'entreprise dont le but est avant tout de fixer un visage humain à l'entreprise obligeant l'équipe dirigeante à considérer les principales décisions de l'entreprise dans un cadre plus élargi dans lequel chaque partie prenante pourrait préserver ses intérêts au bénéfice de tous.

Cette vision partenariale de l'entreprise présente le grand mérite de freiner le parti-pris idéologique dû à la prédominance du modèle anglo-saxon et encourage le développement d'une recherche approfondie sur le lien qui unit les mécanismes de création de valeur et les systèmes de gouvernement des entreprises<sup>8</sup>.

Contrairement à l'approche moniste de type anglo-saxon, où seuls les intérêts des actionnaires sont pris en considération, l'approche pluraliste de la firme (Albert 1991, Blair 1995, Yoshimori 1995) s'avère plus adaptée pour analyser le fonctionnement des firmes et de la création de valeur notamment dans les modèles européens ou japonais.

Cette évolution en cours du capitalisme s'est accompagnée d'un mouvement plus récent qui pousse les dirigeants à placer les dimensions environnementales, économiques et sociales de l'entreprise au centre de leurs préoccupations.

Ce mouvement amorcé dans les années 1970 a été accentué par l'exubérance boursière, la crise de confiance et les dérives financières caractérisant les années 1990.

Parallèlement, nous avons pu assister à une prise de conscience collective ayant conduit sous l'impulsion d'institutions internationales, d'investisseurs, d'entreprises, d'ONG, d'associations, voire de simples citoyens à la mise en œuvre de politiques

<sup>7</sup> On pourra consulter avec profit Black, Wright et Bachman (1999) pour une meilleure perception du paradigme de la valeur dans un contexte international.

<sup>8</sup> Voir à ce sujet Charreaux (1998).

volontaristes en matière de responsabilité sociétale applicables à des branches entières d'activités.

A cet égard, la responsabilité sociétale des entreprises (RSE) pourrait constituer un levier puissant au service des équipes dirigeantes et offrir des perspectives intéressantes en matière de gouvernance d'entreprises, que ces dernières soient cotées ou non sur un marché boursier. En effet, l'engagement d'une entreprise en matière de RSE l'oblige à être plus transparente dans le contrat social qu'elle a établi avec ses différentes parties prenantes.

A défaut d'honorer ses engagements, elle prend un risque médiatique de réputation pouvant conduire à une crise de confiance suivie de sanctions commerciales et/ou boursières préjudiciables.

## **2. Politiques de responsabilité sociétale des entreprises et création de valeur: vers l'émergence d'une vision partenariale et coopérative**

Au cours des deux dernières décennies, la gouvernance des entreprises a connu de profondes mutations qui illustrent bien les transformations en cours du capitalisme. La législation française s'est adaptée tant bien que mal à cette vision actionnariale de la firme cotée (loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE) en 2001, loi de sécurité financière (LSF) en 2003). Cette évolution en cours vers un capitalisme financier s'est accompagnée d'un mouvement, plus récent, plus diffus mais cependant perceptible, qui pousse les dirigeants à évoquer voire à se préoccuper à nouveau des dimensions environnementales, économiques et sociales de l'entreprise<sup>9</sup>.

Ce mouvement a été motivé à l'origine par l'exubérance boursière, la crise de confiance et les dérives financières caractérisant les années 1990, à savoir :

- le comportement opportuniste des dirigeants qui visait à privilégier les intérêts privés au détriment de ceux de la société en adossant de façon démesurée la partie variable de leurs rémunérations à des stocks – options,
- l'utilisation abusive de nouvelles techniques comptables en vue d'améliorer de façon artificielle les résultats de l'entreprise ou de masquer l'étendue réelle de l'endettement au bilan des entreprises,
- le processus de déréglementation ayant marqué le secteur bancaire et qui a conduit à un assouplissement des règles et des mécanismes institutionnels de contrôle,
- les nombreux scandales financiers qui ont défrayé la chronique des entreprises américaines et autres tels que les affaires Enron (2001), Adersen (2002), Worldcom ou Parmalat (2003).
- un certain relâchement dans l'éthique des classes dirigeantes...

Il est apparu ainsi nécessaire de redonner confiance aux actionnaires, créanciers et employés lésés par ces dérives financières. Cette reconquête de confiance se devait de passer par la mise en place de réformes radicales dans la gouvernance des entreprises.

Depuis 1995, plusieurs rapports<sup>10</sup> ont eu pour objectifs de renforcer l'indépendance des administrateurs par rapport au président du conseil d'administration qui concentrait trop de pouvoir à lui seul.

<sup>9</sup> Comme le souligne Vogel (2005), une évolution sensible de la représentation de la RSE est constatée à partir des années quatre vingt dix.

<sup>10</sup> Citons à titre d'exemple la publication en France du rapport Viénot en 1995 (à l'initiative du CNPF et de l'AFEP), puis en 1999 (à l'initiative du MEDEF et de l'AFEP), la publication du rapport de Daniel Bouton en 1999 (mettant l'accent sur l'éthique, la transparence et le code monétaire et financier) et de Pascal Clément en 2003 (visant à réhabiliter l'actionnaire, responsabiliser le conseil d'administration et clarifier les pratiques en matière de rémunérations).

Parallèlement, nous avons pu assister à une prise de conscience collective ayant conduit sous l'impulsion d'institutions internationales, d'investisseurs, d'entreprises, d'ONG, d'associations, voire de simples citoyens à la mise en œuvre de politiques volontaristes en matière de responsabilité sociétale applicables à des branches entières d'activités.

La responsabilité sociétale des entreprises (R.S.E) est un concept dans lequel les entreprises intègrent sur une base volontaire les préoccupations sociales, environnementales et économiques dans leurs activités et dans leurs interactions avec les différentes parties prenantes. Dans la pratique, la RSE peut couvrir, par exemple, la qualité globale des filières d'approvisionnement et de sous-traitance, la recherche de relations durables et coopératives avec les fournisseurs, la prise en compte des attentes des clients (via des procédures qualité, des numéros verts, des services d'information-client et des enquêtes de satisfaction), le bien être des salariés, la qualité du management et de l'environnement de travail, l'incitation à l'autonomie, la formation et la rémunération, l'empreinte écologique de l'entreprise...

La RSE apparaît ainsi comme la déclinaison pour l'entreprise des concepts de développement durable qui intègrent les trois piliers environnementaux, sociaux et économiques<sup>11</sup>. Elle a été à l'ordre du jour du Sommet de la Terre de Johannesburg en 2002 auquel ont participé de grandes entreprises, notamment françaises, des secteurs de l'environnement et de l'énergie.

A la demande de la société civile, souvent sous la pression des ONG, la RSE tend à définir les responsabilités des entreprises vis-à-vis des parties prenantes.

Même si le Danemark et la France font partie des rares pays où l'on soit passé par la voie législative pour traiter certaines problématiques d'ordre sociétal<sup>12</sup>, la RSE demeure un concept de « soft law » qui ne peut engager directement la responsabilité juridique de l'entreprise, personne morale, puisqu'elle repose sur une approche volontaire et donc unilatérale prise par la direction d'une entreprise.

Sur un plan purement opérationnel, il peut être légitime de douter de l'efficacité d'une telle approche volontariste. En effet, le comportement opportuniste des dirigeants pourrait conduire à des effets d'annonce n'ayant pas d'autres objectifs que l'instrumentalisation des politiques SRE. Dans ce domaine, il est clair que l'entreprise qui trahit ses engagements s'exposera tôt ou tard à un risque de réputation (ou d'image).

L'engagement de l'entreprise en matière de RSE l'oblige ainsi à être plus transparente dans le contrat social qu'elle a établi avec ses différentes parties prenantes. A défaut d'honorer ses engagements, elle prend un risque médiatique de réputation pouvant conduire à une crise de confiance suivie de sanctions commerciales et/ou boursières préjudiciables.

Afin de se prémunir contre les risques de réputation, il conviendrait de mettre en place un système de gouvernance d'entreprise comportant une gestion anticipative des risques, une écoute des parties prenantes et une communication sans détours des problèmes rencontrés par l'entreprise vis-à-vis de ses parties prenantes, à savoir, les actionnaires, mais aussi les employés, les clients et les membres de la société civile les plus directement concernés

La RSE pourrait ainsi induire un changement de paradigme propice à l'émergence d'une acceptation plus élargie de la gouvernance d'entreprise. Cette dernière suggère une

<sup>11</sup> Pour Steurer, Langer, Konrad et Martinuzzi (2005), la RSE peut être envisagée comme le concept managérial du développement durable.

<sup>12</sup> En France, l'article 116 de la loi NRE demande en effet aux entreprises cotées de communiquer sur les conséquences sociales et environnementales de leurs activités, dans le cadre de leur responsabilité sociétale, même s'il n'est pas prévu de véritable sanction en cas de non application de cet article.

contextualisation plus fine mettant en scène les différentes parties prenantes ainsi qu'une étude renouvelée des comportements socialement responsables.

La gouvernance d'entreprise acquiert ainsi une vocation plus large. Hormis sa dimension traditionnelle couvrant l'ensemble des processus, réglementation, lois et institutions influant la manière dont l'entreprise est dirigée, administrée et contrôlée, la gouvernance d'entreprise pourrait inclure également les relations entre les différents stakeholders et les objectifs qui gouvernent l'entreprise. Les acteurs principaux sont les actionnaires, la direction et le conseil d'administration. Les autres parties prenantes incluent les employés, les fournisseurs, les clients, les banques et les autres prêteurs, l'environnement et la communauté au sens large.

A ce stade du raisonnement, il devient aisé de distinguer deux modes de gouvernance dont le degré de prégnance varie selon qu'il s'agisse des sociétés cotées ou non cotées :

- le premier mode de gouvernance puise ses fondements dans la « shareholder theory » et dans la décontextualisation qu'elle véhicule en projetant sur le seul plan financier des variables politiques, stratégiques et organisationnelles. Ce mode de gouvernance fondé sur la « nomadisation du capital » privilégie la création de valeur pour l'actionnaire. Dans cette perspective, les intérêts des dirigeants doivent s'aligner sur ceux des actionnaires et des investisseurs financiers, et l'organisation du conseil d'administration et la réglementation en matière de transparence et de rémunération des dirigeants sont définies dans cet objectif.

- le second mode de gouvernance fonde ses principes dans la « stakeholder theory » et devrait contribuer à l'émergence d'une vision partenariale et coopérative favorisant l'ancrage des parties prenantes autour de l'entreprise. Dans cette acceptation plus élargie qui vise à créer de la valeur pour l'ensemble des partenaires, la performance est mesurée au regard de l'ensemble des stakeholders. Ce type de gouvernance contribue à la formation et au développement du capital financier, mais aussi du capital humain (compétences individuelles, expérience, savoir faire collectif) et organisationnel (capacités organisationnelles résultant du travail de coopération et de la transformation progressive du savoir tacite en savoir explicite) eux aussi sources de création de valeur.

A cet égard, l'approche RSE pourrait favoriser la mise en œuvre de nouvelles régulations et une meilleure gouvernance et ce quelque soit la taille de l'entreprise et le stade de développement qui caractérise les économies nationales des pays concernés. Son avantage résidera dans l'instauration d'une meilleure contextualisation des activités économiques des entreprises ainsi qu'une meilleure structuration des relations avec les parties prenantes à l'initiative d'organisations intergouvernementales ou régionales pouvant se traduire par différents niveaux d'obligations prenant la forme de recommandations, de normes volontaires voire imposées à des degrés divers dans certaines législations nationales.

Evidemment, le fait que l'aspiration à la RSE devienne consensuelle recouvre une large gamme de nuances: du côté des syndicats et ONG, l'acception peut en être plutôt «réformiste» ou plutôt «radicale»; du côté des entreprises, la prise en compte de la RSE peut aller d'une conception legaliste (respecter la loi) ou instrumentale voire opportuniste (se protéger des risques) à une conception de nature stratégique (un modèle de gestion responsable) voire identitaire (l'entreprise comme acteur à part entière de la société civile) qui change en profondeur la manière d'être et d'agir de l'entreprise<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> Par exemple, en limitant ses consommations d'énergie et de ressources non renouvelables, en réduisant sa production de déchets, l'entreprise peut réaliser des économies substantielles. Dans certains cas, cette stratégie se traduit par une réduction d'impôts (écotaxes) et des taux bancaires moins élevés.

Dès lors, il apparaît que les politiques RSE pourraient insuffler une vision partenariale et coopérative compatible avec un développement durable<sup>14</sup> et propice à l'émergence d'un modèle de gouvernance responsable susceptible d'améliorer la performance des firmes et plus généralement celle du système économique tout en respectant les contraintes environnementales et sociales.

Cela nous amène à reconsidérer les indicateurs traditionnels de création de valeur à l'aune des développements récents que nous suggère l'analyse extra financière dont le but principal est d'évaluer l'engagement sociétal et les politiques RSE des entreprises.

A cet égard, nous verrons que le rating sociétal permet aux analystes de s'assurer en amont du bien fondé de l'engagement sociétal des entreprises et qu'il exerce sur l'entreprise un effet disciplinant compatible avec une conception partenariale de la valeur et propice à l'émergence d'un modèle de gouvernance responsable.

### **3. Evaluation des politiques RSE et création de valeur : les perspectives offertes par le rating sociétal**

La mondialisation des marchés financiers, l'évolution de la structure de l'actionariat et l'activisme des investisseurs institutionnels aux Etats-Unis et en Europe ont fortement contribué à l'émergence et à la promotion de systèmes de gouvernance d'entreprise fondés sur la création de valeur.

Malgré ses travers et ses effets pervers, l'objectif de création de valeur a réussi à s'imposer d'abord dans les pays anglo-saxons puis en Europe continentale.

Mais si tout le monde s'accorde pour dire que la maximisation de la richesse des actionnaires constitue un objectif de gestion légitime et louable que toute équipe dirigeante se doit d'atteindre sur le long terme, de sérieuses réserves persistent sur la convergence des intérêts des actionnaires (les stockholders) et des autres parties prenantes au processus de création de valeur (les stakeholders). Sauf à supposer qu'il n'y a jamais de conflits d'intérêts entre les différents partenaires économiques, financiers ou sociaux d'une entreprise, ou encore à admettre l'hypothèse implicite d'absence d'asymétrie informationnelle, l'objectif de création de valeur pour les seuls actionnaires devient difficilement soutenable. En effet, si une entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires, c'est qu'elle dispose de compétences clés et de savoir-faire non imitables puisant davantage leurs origines dans un capital humain ou organisationnel que financier<sup>15</sup>. Ce constat devrait suffire pour justifier le recours à une acceptation élargie de la valeur plaçant intérêts des stakeholders au cœur de la vision des dirigeants. Cette acceptation réconciliatrice devrait permettre à l'ensemble des parties prenantes de se mobiliser autour d'un projet commun et fédérateur.

Si l'on se place dans cette perspective, il serait vain de vouloir mesurer de façon ex post la richesse créée pour les actionnaires sans se préoccuper des mécanismes qui ont été à l'origine de sa création<sup>16</sup>, et surtout, sans aborder la question essentielle de son partage entre les différentes parties prenantes.

Nous verrons dans ce qui suit que les indicateurs de création de valeur (tels que l'économic value added ou la market value added) utilisés par les consultants et la communauté financière pour apprécier les performances du management se heurtent à des

---

<sup>14</sup> Gabriel et Gabriel (2004) envisagent le développement durable comme une nouvelle convention, permettant de réconcilier les logiques économiques et citoyennes. Igalens (2003) évoque l'avènement d'un nouveau paradigme avec la RSE.

<sup>15</sup> Voir à ce sujet Caby et Hirigoyen (2005).

<sup>16</sup> A cet égard, il convient de souligner que l'analyse extra financière pourrait constituer un outil puissant au service des dirigeants et des stakeholders en vue d'apprécier le bien-fondé de l'engagement sociétal de leurs entreprises.

limites d'ordre conceptuel et opérationnel qui tendent à réduire leur caractère normatif. Outre leur caractère réducteur et manipulable, ces indicateurs de performance de la gestion peuvent exercer des pressions court termistes aussi bien sur les dirigeants des entreprises que sur les différentes parties prenantes au processus de création de valeur et ce en raison de leur périodicité annuelle de calcul, alors que la pertinence de toute politique de gestion est censée être appréciée sur le long terme.

Il apparaît ainsi que l'analyse extra financière pourrait offrir des perspectives intéressantes ainsi qu'une grille d'analyse qualitative complémentaire susceptibles de modérer et d'affiner les critères financiers quantitatifs traditionnels.

### **3.1. Les critiques d'ordre conceptuel et opérationnel des indicateurs financiers de création de valeur**

Les indicateurs boursiers de création de valeur suscitent trois séries de critiques qui tendent à réduire leur validité opératoire.

La première série de critique fait référence à la pertinence et au caractère manipulable de l'information comptable et financière utilisée en vue de mesurer la valeur actionnariale créée au cours d'une période donnée. S'il est vrai que plusieurs retraitements sont nécessaires pour reproduire une image économique fidèle du résultat opérationnel d'une société ainsi que des moyens qui ont été mobilisés pour l'obtenir, il est difficile de dresser un guide méthodologique unifié tant les approches sont loin de faire l'unanimité dans les milieux financiers.

L'estimation du coût moyen pondéré du capital se heurte elle aussi à des difficultés d'ordre conceptuel et empirique.

La détermination du coût moyen pondéré du capital nécessite de répondre à trois questions essentielles :

- quels sont les modes de financement à retenir ?
- doit-on opter pour un système de pondération exprimé en valeurs comptables ou en valeurs de marché?
- doit-on privilégier des coûts actuels ou des coûts historiques ?

Les modes de financement à retenir doivent se limiter aux capitaux propres et aux dettes financières globales à court, moyen et long terme. Sont donc exclues les dettes d'exploitation et hors exploitation ne donnant pas lieu à un paiement d'intérêt.

Le bilan comptable fournit une première estimation des dettes financières et des fonds propres, mais il présente l'inconvénient de retenir des valeurs comptables (et donc historiques). Or il s'agit, pour les gestionnaires, de connaître la masse des capitaux qui supportent les risques de l'entreprise. Du point de vue des actionnaires, le capital investi n'est pas estimé par la situation nette mais bien par la valeur de marché des actions.

De même en ce qui concerne les dettes, une estimation de la valeur de marché doit être retenue par souci de cohérence.

En ce qui concerne les modes de financement utilisés par l'entreprise, il est important de tenir compte des exigences actuelles que manifestent les investisseurs compte tenu des risques encourus. L'estimation du coût moyen pondéré du capital nécessite donc de recourir aux coûts actuels et pas aux coûts historiques.

Alors que le coût de la dette est clairement identifiable (il suffit de se renseigner sur les conditions pratiquées par le marché pour des emprunts de même qualité de signature en tenant compte de l'incidence fiscale), le coût des fonds propres constitue un véritable coût implicite (coût caché ou coût d'opportunité) puisqu'il mesure la rentabilité moyenne qu'aurait pu obtenir l'investisseur sur des placements financiers à risque similaire. En théorie, le coût des fonds propres se décompose en deux éléments : le taux sans risque et

la prime de risque systématique. Même si l'appréciation de ces variables peut exposer l'analyste à un risque d'estimation, il est important de tenir compte des conditions de rémunérations qui prévalent sur le marché. Alors que la prime de risque du portefeuille de marché est déterminée de façon empirique, l'estimation de l'indicateur du risque systématique (le bêta) de l'entreprise doit allier techniques statistiques et jugement des praticiens en raison de son instabilité au cours du temps.

Les difficultés liées au mode de détermination du coût des fonds propres en fait une variable dont l'appréciation est empreinte de subjectivité et ce constat est d'autant plus justifié lorsqu'il s'agit d'une société non cotée.

La deuxième série de critique concerne l'utilisation abusive de l'indicateur EVA (Economic value added) comme indicateur a posteriori des performances de la gestion. Même si cette vision peut apparaître légitime pour un investisseur, on lui reproche souvent son caractère court termiste qui nuit à toute politique de gestion censée produire ses effets sur le long terme. Ce constat est d'autant plus justifié que certains dirigeants sont tentés de favoriser le maintien d'une politique court termiste pour valoriser leur image actuelle ainsi que pour optimiser leur rémunération variable axée sur la valorisation d'indices boursiers<sup>17</sup> (eux-mêmes court termistes), alors qu'à long terme, un processus d'ajustement peut provoquer une destruction de valeur.

A cet égard, la MVA (Market value added) apparaît comme un indicateur de gestion plus appropriée puisqu'il est censé quantifier a priori les conséquences financières des plans de développement arrêtés par les dirigeants sur le long terme. Son caractère additif ne devrait toutefois pas laisser penser que les investisseurs n'auraient rien d'autre à faire que de guetter ultérieurement l'apparition de EVA positives au terme de chaque période écoulée. En effet, il peut arriver qu'une stratégie soit destructrice de valeur au cours des deux premières années (EVA négatives) et créatrice de valeur par la suite (EVA positives), ce qui se traduirait globalement par une MVA positive.

La troisième série de critique se rapporte au caractère quantitatif et réducteur de la création de valeur actionnariale qui se limite à la relation actionnaires / dirigeants. Il est en effet indispensable de s'interroger sur la légitimité économique des mesures de performances fondées sur la notion de création de valeur actionnariale, et si cette dernière ne devrait pas être élargie au concept de valeur économique et partenariale.

Comme nous l'avons expliqué précédemment, une approche restrictive privilégiant la valeur actionnariale conjuguée à des pressions court termistes imposées par le marché n'est pas toujours compatible avec l'intérêt social de l'entreprise<sup>18</sup>, collectivité humaine qui perdure au-delà de l'horizon de marché. Or les dirigeants n'ont pas des devoirs seulement vis-à-vis des actionnaires (shareholders). Ils en ont aussi à l'égard de l'ensemble des partenaires de l'entreprise (stakeholders) qui eux sont au cœur du processus de création de richesse.

En effet, tous ces acteurs (tels que les clients, les fournisseurs ou les salariés) encourent des risques au même titre que les actionnaires du fait de leur relation avec l'entreprise, risques qui ne peuvent être définis contractuellement.

La création de valeur ne résulte pas seulement du capital financier mais aussi du capital humain et organisationnel. En d'autres termes, elle dépend de l'ensemble des actifs spécifiques investis dans l'entreprise par ses différents partenaires<sup>19</sup>.

---

<sup>17</sup> Voir à ce sujet Langevin (1999)

<sup>18</sup> Pour plus de précisions sur le lien entre la performance sociale et la création de valeur, on pourra consulter d'Arcimoles (1999)

<sup>19</sup> Voir à ce sujet Caby et Hirigoyen (1999)

L'objectif de création de valeur à long terme persiste, mais il ne s'agit plus de maximiser la création de valeur pour les seuls actionnaires, mais pour tous les partenaires de l'entreprise, et d'une manière générale, pour la société dans son ensemble. L'enjeu n'est donc plus celui de la valeur actionnariale mais celui de la valeur partenariale et de son partage.

Si l'on s'inscrit dans cette perspective, il est clair que le rating sociétal offre un cadre d'analyse plus adapté. En évaluant en amont l'engagement sociétal des entreprises, l'analyse extra financière cherche à apprécier la compatibilité des plans d'actions des dirigeants avec une vision partenariale et coopérative de l'entreprise. Elle exerce par là même un effet disciplinant susceptible de jeter les bases d'un modèle de gouvernance responsable mettant en scène une contextualisation et une structuration plus fines des activités économiques des entreprises et des relations avec les parties prenantes.

### **3.2. Le rating sociétal : clé de voûte d'une vision partenariale et coopérative**

#### **3.2.1. Les agences de notation extra financière : un secteur en pleine expansion**

Créées à la fin des années 90, les agences de notation extra financière évaluent pour le compte d'investisseurs<sup>20</sup> les engagements, les politiques mises en oeuvre et les performances de l'entreprise dans les domaines sociaux, environnementaux et de gouvernance, liés à ses activités. Depuis sa création, ce secteur s'est sensiblement développé et compte aujourd'hui une trentaine d'acteurs, localisés en Europe, en Amérique du Nord et en Asie. Ces agences travaillent à partir d'analyses des documents publics, de questionnaires spécifiques, et de rencontres avec des responsables d'entreprises. Chacune a sa propre méthodologie ce qui ne simplifie pas le travail de réponse des entreprises et la comparaison entre leurs différentes notes.

Les agences de notation extra financière peuvent être regroupées en deux catégories. La première catégorie concerne des associations à but non -lucratif ayant pour vocation la notation (CAER, Eiris, Fundación Ecologia y Desarrollo...)

La seconde catégorie concerne des organismes (entreprises ou cabinets de conseils) dont l'unique activité est la notation sociétale (Vigeo, Scoris, SiRi Company...)

Les banques et les sociétés de gestion ont, elles aussi, développé leurs propres départements d'analyse sociétale. Ces structures ont été créées en vue d'assurer le développement de leurs propres fonds d'investissement socialement responsable (Calvert, E-Capital Partners, DSR BV avec Triodos Bank...).

#### **3.2.2. Analyse du processus de notation extra financière**

Bien qu'il n'existe pas de corpus théorique unifié, il est possible au prix d'un effort de synthèse de recenser trois grandes approches de l'analyse extra financière :

- l'analyse extra financière fondée sur des critères d'exclusion. Ces critères d'exclusion peuvent aussi bien s'appliquer à des secteurs d'activité controversés (tels que le tabac, l'armement, l'alcool, la pornographie, le nucléaire) qu'à des pratiques discutables jugées immorales ou non responsables (telles que le travail des enfants, les tests sur les animaux, l'utilisation de pesticides).

- l'analyse extra financière fondée sur des critères de sélection positive (screening positif) ayant pour but d'identifier les sources de surperformances financières à moyen et long terme des valeurs étudiées.

---

<sup>20</sup> On désigne par « notation sollicitée », les offres d'évaluation destinées à l'entreprise elle-même ou aux collectivités locales.

- l'analyse extra financière fondée sur le repérage des opportunités et menaces sociétales. Cette analyse cherche à apprécier l'incidence des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance sur la performance financière de l'entreprise à court, moyen et long terme. Le rating sociétal varie sensiblement d'une agence à l'autre, en fonction des méthodes de collecte de l'information, des méthodologies d'analyse et des critères d'évaluation qui caractérisent les processus de notation de l'organisme.

### **A. La collecte d'informations**

La collecte d'informations peut s'opérer grâce à l'envoi de questionnaires, à l'examen de documents publics (rapport annuel de gestion, rapport de développement durable), à l'organisation de rencontres avec la direction de l'entreprise au sujet de ses politiques sociales et environnementales, ou encore grâce à la consultation des parties prenantes de l'entreprise (ONG, syndicats, pouvoirs publics, ...)<sup>21</sup>. Plusieurs réseaux internationaux d'agences se sont développés pour partager des bases de données. Le réseau de partenaires le plus important, SiRi Company couvre plus de 4 000 entreprises.

### **B. Les méthodologies d'analyse**

La majorité des agences de rating adopte la méthode dite du "scoring". Cette méthode statistique permet d'analyser la situation de l'entreprise, sur la base d'un ensemble de critères pertinents, pondérés selon leur degré d'importance pour produire un score ou une note globale qui positionne l'entreprise sur une échelle de notation.

L'approche sectorielle constitue une approche alternative ayant pour objectif de sélectionner les « meilleures » entreprises (the best in class) de chaque secteur d'activité, d'après des critères déterminés.

D'autres organismes d'analyse sociétale préfèrent rendre compte de la situation de l'entreprise en produisant des « sustainability scenario » ou des profils qui identifient les opportunités et les risques sociaux et environnementaux que présente l'entreprise.

### **C. Les critères d'évaluation**

Bien que les méthodologies d'évaluation s'inspirent largement de référentiels édictées par des organisations internationales telle que l'ONU, l'OIT, l'OCDE, les critères d'évaluation s'articulent autour de trois axes de réflexion principaux, à savoir les performances sociales, environnementales et de gouvernance.

Afin de mieux appréhender le degré d'exposition des entreprises aux enjeux sociaux et environnementaux, les organismes de notation comparent les résultats obtenus à ceux des entreprises opérant dans le même secteur d'activité.

Trois niveaux de la performance des entreprises sont généralement pris en compte dans l'évaluation :

- Les engagements et les visions stratégiques de la direction
- Les politiques et les mesures de mise en œuvre
- Les résultats et les performances

Cela amène à s'interroger sur la politique de ressources humaines, les relations avec les clients, les relations avec les fournisseurs et les sous-traitants, l'environnement, le gouvernement d'entreprise ainsi que les relations avec la société civile.

Face à la diversité des outils d'analyse et d'évaluation qui varient sensiblement d'une agence sur l'autre, il n'en demeure pas moins que la notation extra financière exerce sur l'entreprise un effet disciplinant incitant les dirigeants à mettre en place un mode de

<sup>21</sup> Voir à ce sujet le lien [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)

gestion responsable visant à satisfaire l'ensemble des stakeholders et susceptible de contribuer à la réussite du projet commun.

Il est cependant certain que si le marché du rating sociétal a devant lui de belles perspectives de développement, il gagnerait en transparence et en lisibilité. A cet égard, seule une harmonisation des méthodologies d'analyse pourrait permettre d'aplanir l'asymétrie informationnelle qui caractérise l'entreprise et son marché, et ainsi, de mieux cerner la compatibilité des politiques RSE avec la performance à long terme des entreprises.

## **Conclusion**

Dans une économie mondialisée caractérisée par des marchés de capitaux de plus en plus compétitifs, l'objectif de création de valeur constitue un objectif incontournable et légitime que les dirigeants d'entreprises se doivent d'atteindre sur le long terme.

Bien que le capitalisme anglo-saxon ait fortement contribué au développement d'une conception actionnariale de la valeur, cette dernière demeure limitative et de moins en moins soutenable en raison de son caractère démotivant et restrictif. A ce titre, l'approche pluraliste de la valeur offre des perspectives intéressantes puisqu'elle oblige le management de l'entreprise à prendre en compte les intérêts des actionnaires, mais également ceux des autres parties prenantes qui participent activement au processus de création de richesse. L'objectif ultime n'est donc plus de créer de la valeur à tout prix pour les détenteurs de droits de propriété (les stockholders), mais plutôt d'acquérir une culture managériale orientée vers la satisfaction de l'ensemble des stakeholders.

Cependant, si tout le monde s'accorde pour souligner l'intérêt d'une vision pluraliste de l'entreprise, la mise en œuvre pratique d'une telle acceptation se heurte à des biais culturels qui réduisent considérablement sa validité opératoire.

Dans cet article, nous avons pu apprécier dans quelle mesure la responsabilité sociétale des entreprises (RSE) pourrait constituer un levier puissant et propice à l'émergence d'une vision partenariale et coopérative nécessaire à la réussite du projet commun. En effet, l'engagement d'une entreprise en matière de RSE l'oblige à être plus transparente dans le contrat social qu'elle a établi avec ses différentes parties prenantes.

La RSE pourrait ainsi induire un changement de paradigme susceptible de jeter les bases d'un modèle de gouvernance responsable dont l'objectif consisterait à créer de la valeur tout en respectant les contraintes économiques, environnementales et sociales.

Toutefois, il est clair que seule une évaluation objective des performances sociales, environnementales et de gouvernance permettra aux différentes parties prenantes de s'assurer du bien fondé de l'engagement sociétal des entreprises.

Cela pourrait être rendu possible grâce à une harmonisation des méthodologies de l'évaluation extra financière dont le but essentiel serait de garantir une certaine lisibilité du marché de la notation en vue de mieux cerner la compatibilité des politiques RSE avec la performance à long terme des entreprises.

## Bibliographie

- ALBERT M.**, *Capitalisme contre capitalisme*, Éditions du Seuil, 1991.
- ALBOUY M.**, “Théorie, applications et limites de la mesure de création de valeur?”, *Revue Française de Gestion*, janvier - février 1999.
- BLACK A., WRIGHT P., BACHMAN J.**, *Gestion de la valeur actionnariale*, Dunod, 1999.
- BLAIR M. M.**, *Ownership and Control*, The Brookings Institution, 1995.
- BOGLIOLO F.**, *La création de valeur*, Editions d’Organisation, 2000.
- CABY J., CLERC-GIRARD M-F., KOEHL J.**, “Le processus de creation de valeur”, *Revue Française de Gestion*, mars-avril 1996.
- CABY J., HIRIGOYEN G.**, « Les limites de la création de valeur », *Banque Stratégie*, juin 1999.
- CABY J., HIRIGOYEN G.**, *La création de valeur de l’entreprise*, Economica, 2005.
- CHARREAUX G.**, “La mesure de performance des entreprises”, *Banque et Marchés*, n°34, mai-juin 1998.
- CHARREAUX G., DESBRIERES P.**, « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, volume 1, n°2, juin 1998.
- D’ARCIMOLES C-H.**, “Les investisseurs face à la performance sociale de l’entreprise”, *Revue Française de Gestion*, janvier-février 1999.
- GABRIEL P. et GABRIEL P.**, "Diffusion du développement durable dans le monde des affaires : un schéma conventionnel", *Revue Française de Gestion*, vol 30, N°152, 2004.
- HOARAU C., TELLER R.**, *Création de valeur et management de l’entreprise*, Vuibert, 2001.
- IGALENS J. JORAS M.**, *La responsabilité sociale de l’entreprise*, Editions d’Organisations, Paris, 2002.
- IGALENS J.**, « Etudes des relations entre les entreprises et les organisations de la société civile autour du concept de responsabilité sociale », *Notes du LIRHE*, n° 2003 -1, 2003.
- LANGEVIN P.**, « Systèmes de rémunération incitative et création de valeur, *Revue du financier*, 1999.
- LE MEDIA EN LIGNE DU DEVELOPPEMENT DURABLE** ([www.novethic.fr](http://www.novethic.fr))
- LIVRE VERT DE LA COMMISSION EUROPEENNE**, “Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibility”, 2001.
- MONTEBELLO M.**, *Stratégie de Création de Valeur pour le Client*, Economica, 2003.
- PORTER M.**, *L’avantage concurrentiel*, Dunod, 2003.
- STEURER R, LANGER M.E., KONRAD A, MARTINUZZI A**, "Corporations, Stakeholders and Sustainable Development : A Theoretical Exploration of Business-Society Relations", *Journal of Business Ethics*, N° 61, 2005.
- STEWART G.B.**, *The quest for value*, Harper Business, 1991.
- VOGEL D.J.**, "Is There a Market for Virtue ? The Business Case for Corporate Social Responsibility", *California Management Review*, vol 47, N° 4, 2005.
- YOSHIMORI, M.**, *Corporate governance in Japan*, German Institute of Japanese Studies, 1995.
- YOSHIMORI, M.**, *Whose company is it? The concept of the corporation in Japan and the West*, Long Range Planning, Vol.28, 1995.