

PERSPECTIVES

Gouvernance d'entreprise : Avancées et opportunités

Décembre 03, 2019

Des améliorations ont été apportées à la gouvernance d'entreprise dans un certain nombre de marchés émergents, mais il s'agit encore d'un chantier inachevé. Dans ce second article sur le sujet, Chetan Sehgal et Andrew Ness de Franklin Templeton Emerging Markets Equity passent en revue les mesures prises par certains régulateurs et certaines entreprises des économies émergentes pour améliorer la gouvernance d'entreprise. Ils évoquent également les occasions qui s'offrent aux investisseurs de pouvoir profiter de la trajectoire positive du changement.

Les améliorations en matière de gouvernance ont été inégales sur les marchés émergents (ME). Quoi qu'il en soit, les avancées globales que nous avons observées dans plusieurs domaines sont encourageantes. Les normes comptables en sont une parfaite illustration. En effet, les normes locales convergent de plus en plus vers les normes reconnues à l'échelle internationale, ce qui favorise la qualité et la transparence de l'information. Le Brésil, par exemple, fait partie des pays émergents qui ont pleinement adopté les Normes internationales d'information financière de l'International Accounting Standards Board.

Les régulateurs ont également pris des mesures pour renforcer le pouvoir des actionnaires minoritaires en leur donnant par exemple davantage la parole concernant les transactions entre parties liées. Dans son étude annuelle portant sur la facilité de faire des affaires dans le monde, la Banque mondiale a relevé que les économies à faible revenu ont rattrapé leurs homologues à revenu élevé s'agissant de la transparence des transactions entre parties liées au cours des dix dernières années.¹

En Inde, l'organisme de réglementation des valeurs mobilières a récemment durci les règles concernant les paiements de redevances effectués par des sociétés cotées à des parties liées – les paiements dépassant un certain niveau devront être approuvés par les actionnaires (les parties liées étant exclues du vote).

Par ailleurs, nous avons vu les sociétés des marchés émergents accorder une plus grande attention à l'accroissement de la valeur actionnariale, que ce soit par des hausses des dividendes ou des rachats d'actions. Et elles sont d'une manière générale bien placées pour le faire, grâce à l'envolée des flux de trésorerie disponible. Avec la quête de rendement des investisseurs dans un contexte de taux bas, la pression exercée sur les entreprises pour qu'elles distribuent davantage de liquidités aux actionnaires s'accroît.

Les critiques déplorent l'insuffisance des réformes de la gouvernance d'entreprise dans les marchés émergents, et ils n'ont pas tort. Si certaines économies ont renforcé leurs institutions publiques, d'autres semblent avoir manqué d'ambition. Dans la dernière étude consacrée aux indicateurs mondiaux de la gouvernance, les économies à faible revenu en tant que groupe ont continué d'accuser un retard considérable sur les marchés à haut revenu en termes de qualité de la réglementation.²

Les crises financières précédentes ont mis en lumière les dangers du laxisme réglementaire, en particulier lorsqu'il s'agit du contrôle de la dette. Dans la mesure où la dette en devises collectivement cumulée par les marchés émergents n'a cessé de croître au cours des dernières années, il convient de surveiller de près la capacité de ces derniers à assurer le service ou le refinancement de leurs emprunts.³

Dans le même temps, la protection des actionnaires minoritaires reste une question sensible. Il nous semble que les instances de réglementation et les entreprises peuvent faire davantage pour promouvoir le traitement équitable des minorités dans les marchés émergents, en améliorant la transparence des transactions entre parties liées ou en exigeant l'approbation des actionnaires pour de telles opérations, par exemple.

Vers une plus grande valeur pour les actionnaires : études de cas dans deux pays

Corée du Sud : La valorisation du marché sud-coréen des actions a toujours été inférieure à la valorisation moyenne de l'Asie ou du reste du monde. Les soucis de gouvernance liés à un marché dominé par les chaebols sont souvent pointés du doigt dès lors qu'il s'agit d'expliquer cette « décote coréenne ». Mais la situation est peut-être en train de s'améliorer. L'adoption par le fonds de pension de l'État sud-coréen et principal investisseur institutionnel, le National Pension Service (NPS), d'un code déontologique (« Stewardship Code ») en 2018 a suscité des espoirs de gouvernance plus rigoureuse. Le NPS a depuis affirmé qu'il exercerait ses droits de vote pour augmenter la valeur actionnariale. Plus tôt cette année, il a voté contre – et a réussi à bloquer – la réélection du président du conseil d'administration de Korean Air. Le NPS a également communiqué une liste de sociétés versant selon lui des dividendes insuffisants.

Les actions du NPS visant à promouvoir la valeur actionnariale pourraient inciter d'autres investisseurs institutionnels à prendre des initiatives similaires, et les entreprises sud-coréennes devraient selon nous partager plus de richesse avec les investisseurs à l'avenir, confortant ainsi la tendance positive. En Corée du Sud, le taux de distribution du dividende a bondi de 11,1 % fin 2013 à 20,6 % fin 2018⁴ et la hausse pourrait se poursuivre, dans la mesure où ce taux reste inférieur à celui des autres marchés émergents, qui s'établit à 36,8 %.⁵

Nous identifions de nombreuses sociétés sous-valorisées en Corée du Sud, et une gouvernance plus saine pourrait contribuer à réduire la « décote coréenne ». Le fabricant de smartphones et de semi-conducteurs Samsung Electronics fait partie des entreprises qui ont progressé sur ce plan au cours des dernières années. Il a décidé en effet d'instaurer en 2015 une politique de retour aux actionnaires sur trois ans glissants, qui s'est traduite concrètement par une hausse des dividendes et des rachats d'actions. Des versements trimestriels de dividendes ont également débuté en 2017 afin d'assurer aux actionnaires des distributions plus homogènes.

Russie : Il ne viendrait pas à l'idée de la plupart des investisseurs d'associer la Russie à l'excellence en matière de gouvernance. Ils pensent plutôt généralement à sa feuille de route inégale en matière de privatisation, qui a commencé dans les années 1990, avant même que ses institutions ne soient prêtes pour une économie de marché.⁶ L'ingérence du gouvernement dans la vie des entreprises russes reste par ailleurs considérable.⁷

Pourtant, de nombreuses sociétés russes ont pris l'initiative de fixer des normes de conduite plus strictes et de promouvoir la valeur actionnariale. Certaines d'entre elles ont reconnu qu'il fallait en passer par là pour attirer les capitaux étrangers. Les sociétés souhaitant être cotées sur des bourses étrangères ont adopté les normes internationales.

Reflète de l'évolution de l'état d'esprit des entreprises, le taux de distribution du dividende a progressé en Russie de 21,8 % fin 2013 à 33,0 % fin 2018.⁸

Lukoil, l'un des plus grands groupes pétroliers et gaziers intégrés de Russie, s'est notamment concentré sur l'optimisation de la valeur pour ses actionnaires. Le groupe se distingue par son cadre d'allocation du capital clairement défini, qui vise à distribuer une part importante de ses flux de trésorerie disponible sous forme de dividendes aux actionnaires. Lukoil a également annoncé un nouveau programme de rachat d'actions, dont le montant pourrait atteindre jusqu'à 3 milliards de dollars américains en 2019.

Incidence positive sur les actions des marchés émergents

L'amélioration de la gouvernance nous semble être devenue un thème structurel guidant l'évolution des actions de marchés émergents. Nous pensons également que les investisseurs actifs sont bien placés pour profiter de cet effet positif. Les différences de langue et de règles de divulgation peuvent entraver la collecte d'informations. Surtout, les filtres ont tendance à être tournés vers le passé, ce qui signifie qu'ils sont susceptibles d'exclure des entreprises mal notées mais néanmoins prêtes à changer.

Pour évaluer la conduite d'une entreprise, nous pensons qu'un processus de recherche bottom-up produit les meilleurs résultats. À la faveur de visites dans les entreprises locales, d'interactions directes avec les équipes dirigeantes et d'autres formes de travail sur le terrain, les investisseurs actifs sont plus à même de mieux appréhender l'attitude des entreprises à l'égard de la gouvernance et leur désir de réforme.

Engagement axé sur les relations

Nous pensons que l'engagement direct auprès des entreprises peut donner aux investisseurs l'occasion d'avoir un impact positif sur la gouvernance. Aspirant à un pilotage responsable du capital de nos clients, nous considérons qu'il est de notre responsabilité de promouvoir une gouvernance plus solide et de chercher à obtenir de meilleurs résultats pour l'ensemble des parties prenantes.

Comment préconisons-nous le changement ? Il est pour nous important de nouer des relations de confiance avec les entreprises, au travers d'un dialogue fréquent et constructif reflétant notre compréhension de leurs considérations en matière de gouvernance, ainsi que notre intérêt pour leur succès à long terme. Nous estimons que des relations fiables et de longue date nous confèrent un avantage concurrentiel dans la mesure où nous pouvons ainsi apporter des suggestions et amorcer des améliorations durables en matière de gouvernance.

Nos activités d'engagement peuvent aller plus loin. C'est ce qui se passe lorsque des problèmes de gouvernance surgissent, et nous pensons que le fait de collaborer directement à la conduite du changement des entreprises pourrait muscler le rendement des investissements et servir au mieux les intérêts de nos clients. Nos actions, qui peuvent comprendre la présentation de résolutions des actionnaires et la nomination d'administrateurs, seront décidées au cas par cas en fonction des circonstances.

Les entreprises des marchés émergents ont accompli d'importants progrès en matière de gouvernance, même si le travail n'est pas encore terminé. Les différentes économies et entreprises n'ont pas réduit à la même vitesse les écarts de gouvernance dont elles souffraient par rapport à leurs homologues des marchés développés, et les efforts de rattrapage des retardataires pourraient donner lieu à d'attrayantes opportunités d'investissement.

Lire la première partie de ce module, « [Gouvernance d'entreprise des marchés émergents : Maîtriser les vents du changement](#) ».

Quels sont les risques ?

Tout investissement comporte des risques, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi. Les cours des actions fluctuent, parfois de manière rapide et spectaculaire, en raison de facteurs affectant certaines entreprises, des industries ou secteurs particuliers ou la conjoncture générale du marché. Les investissements à l'étranger comportent des risques spécifiques, comme les variations des taux de change, l'instabilité économique et l'évolution de la situation politique. Les investissements sur les marchés émergents présentent des risques accrus par rapport aux mêmes facteurs, en plus de ceux associés à leur taille inférieure et à leur liquidité plus limitée.

Mentions légales importantes

Ces documents sont fournis uniquement dans l'intérêt général et ne sauraient constituer un conseil d'investissement individuel, une recommandation ou une incitation à acheter, vendre ou détenir un titre ou à adopter une stratégie d'investissement particulière. Ils ne constituent pas un conseil d'ordre juridique ou fiscal. Les entreprises et études de cas présentées ici sont utilisées uniquement à des fins d'illustration ; tout investissement peut ou non être détenu par tout portefeuille conseillé par Franklin Templeton Investments.

Les opinions ne sont destinées qu'à fournir un aperçu de la manière dont les titres sont analysés. Les informations fournies ne constituent ni une recommandation ni des conseils individuels en investissement pour tout titre, stratégie ou produit de placement spécifique. Elles n'indiquent pas les intentions de négociation de tout portefeuille géré par Franklin Templeton. Il ne s'agit pas d'une analyse complète des données relatives à un secteur, un titre ou un investissement et elles ne doivent pas être considérées comme une recommandation d'investissement. Ce document a pour but de fournir un aperçu du processus de sélection du portefeuille et de recherche. Les exposés de faits proviennent de sources considérées comme fiables, mais leur exhaustivité ou leur exactitude n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante. Ces opinions ne peuvent pas être considérées comme un conseil en investissement ni une offre pour tout titre spécifique. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les opinions exprimées dans ce document sont celles des gérants et les commentaires, analyses et opinions sont valables à la date de la publication et peuvent être modifiés sans préavis. Les informations contenues dans ce document ne constituent pas une analyse complète des événements survenant dans les divers pays, régions ou marchés.

Les données de tierces parties peuvent avoir été utilisées dans la préparation de ce document et Franklin Templeton (« FT ») n'a pas vérifié, validé ni audité de manière indépendante ces données. FT décline toute responsabilité en cas de perte due à l'utilisation de ces informations, et la pertinence des commentaires, des opinions et des analyses contenus dans ce document est laissée à la seule appréciation de l'utilisateur. Les produits, services et informations peuvent ne pas être disponibles dans toutes les juridictions et sont fournis en dehors des États-Unis par d'autres sociétés affiliées de FTI et/ou leurs distributeurs, dans la mesure où la réglementation/législation locale l'autorise. Veuillez consulter votre conseiller financier ou votre interlocuteur de Franklin Templeton Institutional pour toute information supplémentaire sur la disponibilité des produits et services dans votre juridiction.

CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées de CFA Institute.

1. Source : Banque mondiale, *Doing Business 2019 : Training for Reform*, 31 octobre 2018.

2. Source : Kaufmann, D., Kraay, A. et Mastruzzi, M., « The Worldwide Governance Indicators : Methodology and Analytical Issues », Banque mondiale, Policy Research Working Paper No. 5430, septembre 2010. Les dernières données disponibles couvrent l'année 2017.

3. Sources : Stohecker, H., « Emerging market debt soars to record \$69.1 trillion in Q1 on falling interest rates – IIF », Reuters, 15 juillet 2019 ; Banque des règlements internationaux, publication statistique : indicateurs de la liquidité mondiale de la BRI à fin mars 2019, 31 juillet 2019.

4. Sources : MSCI, Bloomberg. Au 28 juin 2019. Voir www.franklintempletondatasources.com pour des informations supplémentaires sur le fournisseur de données.

5. Ibid.

6. Source : Banque mondiale, 2013. Évaluation de la gouvernance d'entreprise d'un pays : Fédération de Russie. Washington, DC. @World Bank, <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/21422> Licence : CC BY 3.0 IGO

7. Ibid.

8. Sources : MSCI, Bloomberg. Au 28 juin 2019. Voir franklintempletondatasources.com pour des informations supplémentaires sur le fournisseur de données.

