

Focusing Capital on the Long Term

Orienter les capitaux vers le long terme

UNE ALLOCUTION DE

Dominic Barton, directeur général mondial, McKinsey & Company

Mark Wiseman, président et chef de la direction, Office d'investissement du RPC

prononcée devant

l'Institut des administrateurs de sociétés

22 mai 2013

[SEUL LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI]



McKinsey&Company

Mark Wiseman

Merci Shauneen et bon après-midi à tous.

Je remercie l'Institut des administrateurs de sociétés pour avoir organisé un excellent programme aujourd'hui. Qu'il s'agisse de JP Morgan, de Tim Hortons ou de Hess Corporation, la question de la gouvernance d'entreprise et des meilleures façons de créer de la valeur à long terme est l'une des grandes priorités des administrateurs de sociétés.

Dominic et moi sommes fermement persuadés que la domination du « court-termisme » va bien au-delà des marchés publics, pour s'étendre à notre monde des placements, à nos entreprises et à l'ensemble de la société.

Je l'ai personnellement constaté ces dernières années du fait qu'un nombre de plus en plus élevé de chefs de direction de sociétés ouvertes m'ont parlé de leur désir de convertir leur entreprise en société fermée. Ils voulaient le faire, dans presque tous les cas, non pas pour réaliser un gain rapide, mais parce qu'ils se sentaient de plus en plus frustrés, dans le contexte des marchés publics, de ne pas pouvoir prendre les « bonnes décisions » à long terme pour leur entreprise.

Aujourd'hui, nous présenterons conjointement notre approche afin d'orienter les capitaux vers la création de valeur à long terme.

Notre hypothèse pourrait se résumer ainsi : **la patience favorise la prospérité.**

Ce n'est pas une nouvelle idée.

Dans la *Théorie des sentiments moraux* en 1759, Adam Smith soutenait qu'il existe deux qualités qui nous sont de la plus grande utilité :

- d'abord, **la raison supérieure et la capacité d'évaluer** les conséquences futures de nos actes;
- ensuite, la **capacité de s'abstenir** d'une jouissance immédiate pour obtenir une plus grande jouissance dans l'avenir.

C'est un sentiment tout à fait écossais, mais qui devrait s'appliquer aux entreprises

modernes selon nous. Aujourd'hui :

- nous parlerons d'abord succinctement des signes probants de l'incidence négative de l'orientation à court terme sur la valeur d'une entreprise;
 - nous verrons ensuite la valeur potentielle que nous pouvons créer en réorientant nos entreprises vers le long terme;
- enfin, nous discuterons des types de mesures que nous pouvons prendre pour ce faire.

Nous reconnaissons tous que de réorienter le système capitaliste n'est pas une mince tâche. C'est l'une des raisons pour lesquelles l'Office est heureux de faire équipe avec McKinsey dans cette tâche, car McKinsey s'intéresse avant tout à la pensée stratégique et à la production de valeur à long terme pour Office d'investissement du RPC | McKinsey &

Orienter les capitaux vers le long
ses clients et Dominic est une personnalité reconnue dans le domaine.

De plus, nous sommes des amis proches depuis plus de 10 ans, ce qui est toujours une bonne base pour une collaboration. Mais, ce qui est peut-être la chose la plus importante, nous partageons une même volonté d'agir à l'égard d'un problème marquant de notre époque.

DOMINIC BARTON

J'aimerais à mon tour remercier l'IAS et en particulier Eileen Mercier et Thomas O'Neill, les coprésidents de la conférence, pour avoir attiré l'attention sur cette question.

Comme Mark l'a mentionné, réorienter les entreprises et les marchés des capitaux vers le long terme est peut-être l'un des plus grands défis de notre époque. C'est un problème qui est particulièrement grave en Amérique du Nord et en Europe.

Lorsque je travaillais en Asie, j'étais constamment frappé par le fait que les entreprises et les gouvernements prenaient leurs décisions en fonction d'un horizon de cinq ou de dix ans. Je me souviens de ma rencontre avec le président sud-coréen Lee Myung-bak tout juste après son élection en 2008. Il m'a demandé de l'aider pour élaborer une vision de 60 ans pour son pays! Nous nous sommes entendus pour produire une étude intitulée *Vision nationale 2020*.

Un horizon de 10 ou de 20 ans est nécessaire pour appréhender les cinq forces qui refaçonnent l'économie mondiale :

- la montée de l'Afrique et de l'Asie;
- le vieillissement de la population;
- la technologie qui évolue trois fois plus rapidement que les techniques de gestion;
- les défis à la productivité des ressources;
- les contraintes grandissantes des gouvernements.

N'oublions pas qu'il a fallu entre 7 et 11 ans à des sociétés comme P&G, Wal-Mart et Coca-Cola pour devenir rentables après leur entrée en Chine. C'est un exemple du genre de pensée à long terme que nous aimerions que les organisations adoptent plus souvent.

Heureusement, c'est exactement ce que font certaines organisations, en particulier ici au Canada. Je suis très heureux d'être ici en compagnie de mon vieil ami Mark, dont le leadership et la passion pour l'action ont imprimé leur marque sur l'un des rares investisseurs à long terme dans un monde à court terme.

L'Office, comme de nombreuses caisses de retraite et sociétés d'assurance, a des obligations à l'égard de ses cotisants et de ses bénéficiaires qui s'étendent sur des décennies. Ces organisations s'occupent des besoins des générations futures.

Cette responsabilité devrait à elle seule forcer les investisseurs institutionnels à adopter une perspective à long terme. Mais, dans les faits, malgré l'augmentation de l'espérance de vie¹ et la nécessité résultante d'un très long horizon de placement pour répondre aux besoins de personnes pour de nombreuses années à venir, de nombreux investisseurs institutionnels adoptent une perspective à court terme :

- ils publient des données sur leur rendement tous les trois moisⁱⁱ;
- ils utilisent de plus en plus des stratégies de placement à court terme et des primes de rendement à court terme pour leurs gestionnaires de placementsⁱⁱⁱ;
- ils évaluent habituellement le rendement de leurs gestionnaires au moyen de mesures à court terme.

Mais, ce qui est encore plus préoccupant, c'est qu'investir en fonction du court terme détruit de la valeur, comme le montrent les faits suivants :

- Les gestionnaires actifs de portefeuilles d'actions qui conservaient leurs titres **plus de six mois** en moyenne ont obtenu des rendements supérieurs, après déduction des frais, au cours des 20 dernières années, selon Strategic Insights.
- Les entreprises ayant une culture à long terme et privilégiant la durabilité ont obtenu un rendement total des capitaux propres supérieur de 4,8 % par année **sur une période de 18 ans au total**, selon une étude de HBS^{iv}.
- Le rendement des actions de sociétés comme Adidas, Henkel et Volkswagen a dépassé celui de l'indice d'une marge allant jusqu'à 10 % au cours des cinq dernières années. Ce rendement supérieur est en grande partie attribuable au fait que ces sociétés combinent un engagement à l'égard d'une optique à long terme qui est inhérent à la propriété familiale, avec la transparence et l'accès au capital qui sont associés à leur exposition partielle aux marchés publics^v.
- Selon une étude effectuée pour le compte de la Banque d'Angleterre par Andrew Haldane et Richard Davies (maintenant au magazine *The Economist*), les cours des actions des sociétés britanniques et américaines cotées en bourse indiquent que les flux de trésorerie futurs ont été actualisés à des taux trop élevés de **5-10 %**^{vi}. Cela signifie que les investisseurs ont exercé des pressions sur les hauts dirigeants et les conseils d'administration pour qu'ils n'effectuent pas d'investissements à long terme.
- Cela a amené des sociétés ouvertes à se convertir en sociétés fermées, comme Mark l'a mentionné plus tôt. Plus de **300 sociétés** se sont retirées de la cote de la Bourse de New York depuis 1998, malgré 15 ans de croissance économique. Au cours de la même période, le nombre de sociétés cotées au NASDAQ a **diminué de moitié pour s'établir à 2 577**^{vii}.
- Le fait que les horizons de placement sont de plus en plus en courts est en partie la faute des épargnants eux-mêmes. Les épargnants comptent de plus en plus sur leurs propres placements pour se procurer des revenus de retraite, mais ils ont pourtant tendance à utiliser des mesures à court terme pour évaluer leurs placements. Les épargnants américains participant à un régime à cotisations déterminées 401(k) changent de fonds en moyenne tous les quatre ans, en se fondant sur une sous-performance pendant un ou deux ans^{viii}.
- Ce comportement pousse certains gestionnaires de fonds communs d'actions à gestion active à devenir des gestionnaires indiciels déguisés, achetant et vendant les mêmes titres pour indiquer qu'ils sont actifs, mais suivant simplement l'indice globalement afin d'éviter toute sous-performance importante dans une année quelconque^{ix}. Ils ne peuvent se permettre d'investir en fonction du long terme, car leurs clients les abandonneraient. Les fonds communs américains d'actions remplacent maintenant plus des trois quarts de leurs placements chaque année^x.
- Combiné à l'essor des stratégies quantitatives axées sur le momentum, cela a entraîné une forte diminution des durées de détention des actions. Entre 1975 et 2010, la durée moyenne de détention des actions de la Bourse de New York est passée de six ans à près de six mois. Et

Orienter les capitaux vers le long
ce n'est pas seulement à cause de la négociation à fréquence élevée. Même en excluant ces
opérations, la baisse tendancielle des durées de détention a été impressionnante.

- De mes milliers de rencontres avec des hauts dirigeants d'entreprises, il m'apparaît clairement que ceux-ci subissent des pressions de plus en plus fortes de la part des actionnaires, des analystes, des médias et des conseils d'administration pour produire des gains à court terme et expliquer les pertes à court terme. On leur donne de moins en moins de temps pour démontrer l'incidence de leurs décisions, ce qui n'aide en rien^{xi}.
- Pour mieux comprendre ce problème, l'Office et McKinsey, dans le cadre de l'enquête trimestrielle de McKinsey, a effectué un sondage mondial auprès d'administrateurs et de hauts dirigeants de sociétés ouvertes et fermées, à l'égard duquel nous avons reçu plus de 1 000 réponses de partout dans le monde^{xii}.
- 63 % de ces leaders d'entreprise ont indiqué que les pressions sur leurs hauts dirigeants pour qu'ils produisent une solide performance financière à court terme ont augmenté au cours des cinq dernières années.
- Les dirigeants et les administrateurs nous ont dit que les deux principaux avantages que leur entreprise retirerait si ses hauts dirigeants adoptaient une vision à plus long terme pour évaluer les décisions d'affaires seraient : 1) des innovations accrues et 2) de meilleurs rendements financiers^{xiii}.

Lorsque le court-termisme domine sur les marchés, tous les participants – y compris les employés – et l'ensemble de la société subissent ses conséquences et se privent de ces avantages à long terme.

De la crise financière et de la grande récession qui a suivie... au chômage record chez les jeunes... en passant par la diminution de la mobilité sociale et l'écart grandissant entre riches et pauvres dans certaines de nos économies les plus développées, les inconvénients du court-termisme et le besoin d'une approche à long terme sont devenus clairs.

Mark Wiseman

Malheureusement, ce besoin vital d'action à long terme est trop facilement négligé.

Les marchés mondiaux sont sortis de la crise financière. Le Dow est à son sommet de tous les temps, les montagnes de liquidités des entreprises sont plus importantes que jamais et le désendettement des banques est en grande partie achevé, du moins en Amérique du Nord.

Les investisseurs et les gens font face à un choix quant au genre d'avenir qu'ils veulent construire. Selon nous, **c'est le moment d'investir dans la croissance.**

Mais, dans un monde privilégiant la pensée à court terme, 55 % des chefs des finances d'entreprise ont indiqué qu'ils laisseraient passer une occasion de faire un investissement intéressant si elle les empêchait d'atteindre, ne serait-ce que **de très peu**, le bénéfice trimestriel visé^{xiv}.

Et cela, même si des études montrent que les entreprises dont le bénéfice trimestriel est **légèrement supérieur** à celui visé obtiennent, après seulement environ deux années, de **moins bons** résultats que celles dont le bénéfice est légèrement inférieur à celui visé.

Avec de telles preuves de l'existence du court-termisme, il est peu étonnant que la satisfaction du public à l'égard des grandes entreprises diminue depuis plus de dix ans^{xv}.

- En 2007, près de la moitié des Canadiens avaient confiance dans les entreprises.
- Aujourd'hui, cette proportion n'est plus que d'un tiers^{xvi}.

Cette situation n'est pas unique au Canada.

- En 1966, un peu plus de la moitié des Américains avaient confiance dans les grandes entreprises.
- En 1975, cette proportion avait diminué à 34 %.
- Et, en 2012, elle est tombée à **moins du quart**^{xvii}.

Bien sûr, nous pouvons choisir de ne pas tenir compte de ce phénomène.

Nous pourrions probablement l'oublier jusqu'au profond effondrement des marchés mondiaux. Nous pouvons continuer d'espérer que l'agitation sociale demeurera au-dessous du point d'ébullition et que, comme le miracle du printemps au Canada, la confiance du public envers les entreprises reviendra.

Ou nous pouvons nous attaquer à ce problème. Nous pouvons travailler pour véritablement modifier le fonctionnement des entreprises, en partant des actionnaires jusqu'aux conseils d'administration, aux bureaux de la haute direction et aux décisions courantes de l'entreprise.

Nous croyons que nous devons et **pouvons** agir pour mettre fin à la perspective à court terme qui régit le comportement des entreprises modernes et des participants aux marchés.

L'Office et McKinsey lancent aujourd'hui un **programme** conjoint – nous l'avons appelé « **Orienter les capitaux vers le long terme** » – afin de passer de la discussion à l'action.

Au cours des 12 prochains mois, nous examinerons les situations où la pensée à long terme a amélioré la création de valeur. Nous déterminerons les changements précis qui devront survenir pour que la pensée à long terme se généralise. Et nous formulerons un ensemble de recommandations claires pour que cette évolution se produise.

Nous reconnaissons l'ampleur du défi à relever pour changer les attitudes et les comportements axés sur le court terme qui sont devenus trop enracinés dans le monde des entreprises et des placements ainsi que dans l'ensemble de la société.

Nous ne recherchons pas une solution à court terme au problème du court-termisme. Il faudra du temps, de la persévérance et de la détermination de la part de toutes les parties concernées.

Notre programme vise à créer une feuille de route pour ce changement.

DOMINIC BARTON

Nous sommes d'avis qu'il faut commencer avec les investisseurs institutionnels et les administrateurs de sociétés.

Dans notre sondage, près de la moitié (47 %) des leaders d'entreprise ont désigné le conseil d'administration comme l'une des principales sources des pressions pour produire des résultats financiers à court terme.

De plus, 20 % des répondants ont cité les investisseurs institutionnels comme une importante source de pressions. Pourtant, ces deux groupes peuvent jouer un rôle crucial afin de promouvoir la pensée et l'action à long terme dans le monde des placements et des entreprises.

- Les investisseurs institutionnels** ont la taille et l'influence voulues pour être les promoteurs de la pensée à long terme – comme l'Office. Ils détiennent 70 % des actions en circulation des 1 000 plus grandes sociétés ouvertes américaines, directement ou par l'intermédiaire de gestionnaires externes^{xviii}. Surtout, ils ont tout intérêt à produire une valeur économique supérieure pour tous leurs bénéficiaires – c'est-à-dire pratiquement tout le monde dans la société.
- En tant qu'**administrateurs d'entreprise**, vous avez de solides raisons de vous engager dans cette voie. Vous avez l'obligation fiduciaire de veiller au mieux des intérêts de l'entreprise – une obligation beaucoup plus large (surtout dans le contexte canadien) que de veiller simplement aux intérêts à court terme des actionnaires actuels de l'entreprise.

Mais il est toujours bon de commencer tout voyage en ayant une vision claire de la destination; c'est-à-dire une définition claire des objectifs.

Si notre objectif est d'encourager la mentalité à long terme dans le monde des entreprises et des placements, la première question à laquelle nous devons répondre est : « Que voulons-nous dire par le long terme? »

Nous croyons que le long terme est plus long que le cycle d'un produit, la durée moyenne des mandats des administrateurs ou des chefs de direction et le cycle habituel des placements.

Ces durées varient selon les secteurs et les types d'actifs :

- Un médicament prend en moyenne 12 ans à mettre au point et a habituellement une durée de vie environ semblable par la suite.
- Une turbine à gaz prend 5 ans à construire, mais dure 25 ans.
- Une nouvelle puce de mémoire DRAM prend 1,6 an à mettre au point, mais dure 3 ans^{xix}.
- La rotation de l'actif est d'environ 10,6 ans en moyenne dans l'ensemble des secteurs. Même dans le secteur des technologies en rapide évolution, elle est de 4,3 ans^{xx}.

Pour qu'une entreprise aille bien, elle doit avoir une stratégie et un modèle d'affaires qui peuvent durer tout au long des cycles de produits. Cela signifie en général qu'elle doit adopter une vision d'au moins cinq à sept ans. Certains pourraient soutenir qu'elle devrait même être plus longue.

Mais, dans notre sondage mondial, près de la moitié (44 %) des leaders d'entreprise ont affirmé que l'équipe de direction de leur entreprise utilise actuellement un horizon principal de **moins de trois ans** lorsqu'elle effectue un examen formel de sa stratégie d'affaires.

Pourtant, **73 %** ont indiqué que cet horizon principal devrait être de plus de trois ans et **11 %**, de plus de dix ans.

Les leaders d'entreprise sont manifestement conscients qu'ils devraient penser à plus long terme.

Mais la réalité actuelle est que peu d'entre eux semblent le faire. Dans ce contexte, un horizon de cinq à sept ans nous paraît un bon compromis et un point de départ raisonnable. Notre objectif est

Orienter les capitaux vers le long
donc que le monde des entreprises et des placements adopte et **utilise un horizon de pensée de cinq à sept ans**.

Mark Wiseman

Dans notre analyse de la pensée à long terme au cours des derniers mois, nous avons établi que l'adoption de cet horizon procure une valeur claire et quantifiable.

Voyons maintenant comment la pensée à long terme crée de la valeur.

Je commencerai par les **sociétés de capital-investissement**. Habituellement, elles ont des cibles de rendement établies sur une période d'environ cinq ans et des primes de rendement fondées sur les prix de vente des placements. Le résultat net? Selon les plus récentes études, les placements dans des sociétés fermées procurent des rendements supérieurs de 3 % à ceux d'actions de sociétés ouvertes comparables ayant un profil de risque semblable^{xxi}.

Examinons de plus près les raisons de ce rendement supérieur :

- **D'abord, leurs administrateurs font preuve d'un plus grand engagement.** Les administrateurs de sociétés fermées consacrent deux fois plus de jours à leurs fonctions que les administrateurs de sociétés ouvertes^{xxii}.

De plus, il existe souvent une plus grande transparence et obligation redditionnelle entre le conseil et la direction. Il peut y avoir des réunions du conseil tous les deux mois, ainsi que des appels téléphoniques mensuels de mise à jour. Les administrateurs ont davantage accès aux données et aux cadres intermédiaires, ce qui leur permet de prendre des décisions plus éclairées. Cette obligation redditionnelle s'applique aussi aux non-dirigeants.

- **Ensuite, les administrateurs de sociétés fermées mettent fortement l'accent sur la création de valeur^{xxiii}** et une étude montre que les sociétés fermées réagissent 3,5 fois plus aux changements dans les occasions de placement que ne le font les sociétés ouvertes de taille comparable^{xxiv}.

Les parties prenantes des sociétés fermées ont toutes un horizon à plus long terme. Comme leur perspective est habituellement de cinq ans (pas un trimestre, ni même un an), il est plus facile pour les sociétés fermées de décider d'effectuer un placement qui sera recouvré sur une longue période et de financer les coûts de démarrage de projets.

Il est plus facile aussi pour leurs conseils d'administration de remplacer une équipe de direction qui ne produit pas de bons résultats sur cet horizon. Des études montrent qu'après un premier appel public à l'épargne, les sociétés qui étaient auparavant fermées **réduisent de 2,8 fois leurs taux d'investissement^{xxv}**.

De nombreuses sociétés fermées mettent aussi **fortement l'accent sur les flux de trésorerie**. Il leur est plus facile ainsi de mettre fin à des projets improductifs ou de déprécier des actifs afin de libérer des fonds pour des projets dont les taux de rendement attendus sont plus élevés.

- **Enfin, les primes de rendement sont à long terme.** Les propriétaires et les dirigeants sont habituellement rémunérés en fonction du même horizon à long terme. Habituellement, une plus grande partie de la rémunération est variable. Cette structure de rémunération s'applique souvent aussi aux cadres intermédiaires et aux non-dirigeants.

En résumé, non seulement les sociétés fermées sont orientées vers la production de valeur à long terme, mais elles ont l'avantage de **maintenir fermement cette orientation** et de **prendre les dures décisions** qui sont nécessaires pour produire de la valeur à long terme, mais qui sont difficiles à prendre sous les regards du public.

Dans son article percutant « The Eclipse of the Public Corporation » paru en 1989 dans le magazine *Harvard Business Review*, l'économiste Michael Jensen décrivait

« le gaspillage et l'inefficacité généralisés des sociétés ouvertes, et leur incapacité à s'adapter à l'évolution des conditions économiques ».

Face à cette situation, Jensen prévoyait la montée de l'investisseur actif.

Ces investisseurs conduiraient les entreprises, « *pas* à maximiser le bénéfice par action, mais plutôt à **maximiser la valeur**, en mettant fortement l'accent sur les flux de trésorerie ».

Vingt-cinq ans plus tard, ces investisseurs nous paraissent encore une espèce rare.

En effet, les investisseurs institutionnels augmentent la part de leur actif qu'ils investissent de façon passive. Selon CEM, **24 %** des placements en actions des 55 plus importantes caisses de retraite au Canada étaient des **placements passifs** en 2011, **comparativement à 20 % en 2007**. Cette hausse est problématique, car il signifie que les investisseurs à long terme se désengagent de plus en plus des sociétés.

Toutefois, il existe certains modèles dont nous pouvons tirer des leçons :

Il y a d'abord ce que l'on appelle les « **placements relationnels** », par lesquels des investisseurs achètent une participation minoritaire substantielle dans une société ouverte et s'engagent activement auprès de la direction. Cette approche a obtenu des succès pour ce qui est de réorienter les investisseurs et les sociétés vers des stratégies à long terme. En effet, cette approche permet à de nombreux investisseurs institutionnels – dont l'Office, le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario et AIMCo – d'établir des relations avec des sociétés de capital-investissement au sein des marchés publics et d'en retirer des bénéfices. Toutefois, cela se fait encore sur une échelle limitée.

Il y a aussi la collaboration informelle. De gros investisseurs se concertent pour exercer une influence collective concrète et puissante, plutôt que de simplement exercer leurs droits de vote par procuration ou de vendre leurs actions.

J'aimerais toutefois souligner que ces modèles ne peuvent être instantanément appliqués sur une plus grande échelle ou facilement reproduits. Bien que nous ne voulions pas éviter des propositions difficiles à mettre en œuvre, nos recommandations finales proposeront des mesures faisables et vraiment *applicables*.

Les investisseurs institutionnels et les administrateurs de sociétés **peuvent jouer** un rôle crucial pour promouvoir la pensée et l'action à long terme.

En raison de leur forte influence au sein du vaste et complexe système capitaliste, si nous pouvons amener les administrateurs et les investisseurs institutionnels à **penser** et à **agir** en fonction du long terme, **ils peuvent fortement contribuer à un changement général**.

Comme vous représentez l'un de ces groupes, nous profitons de l'occasion pour vous faire part de certaines des solutions prospectives que nous avons examinées... nous en avons six à vous présenter aujourd'hui.

Je commencerai par celles ayant trait aux investisseurs institutionnels :

... la première vise à favoriser la collaboration parmi ce groupe.

Nous estimons qu'une collaboration entre les investisseurs institutionnels est cruciale pour tout changement dans l'ensemble du système. Les propriétaires d'actifs à long terme **doivent rendre des**

comptes à l'égard des actifs qu'ils possèdent.

Mais l'engagement envers des placements s'accompagne d'un coût, et il y a clairement ici une question de degré. Nous sommes bien conscients qu'il sera difficile d'agir sur ce groupe important et diversifié – c'est pourquoi nous considérons la collaboration et l'engagement à l'intérieur d'un spectre.

À l'extrémité la plus « active », nous examinons comment les propriétaires d'actifs peuvent collaborer étroitement dans le cadre d'une plateforme d'engagement **gérée par eux-mêmes**. Cette plateforme serait une entité non commerciale à coûts partagés et sans frais de gestion. Sa seule raison d'être : l'engagement à l'égard de la gouvernance ainsi que de facteurs sociaux et environnementaux, dans le but d'instiller la pensée à long terme.

Nous croyons que les interactions personnelles sont cruciales pour un engagement efficace. Cette entité aurait besoin d'un personnel compétent, de ressources financières et du soutien actif de hauts responsables des parties qu'elle représente. La plateforme serait dotée de toute la technologie nécessaire pour offrir des lieux de rencontre virtuelle permettant d'optimiser les flux de travail et d'information, et de solliciter le soutien des parties intéressées.

Elle fonctionnerait à partir de quelques principes clairs convenus par toutes les parties, dont un accord de commencer par le plus facile et de cumuler des réussites afin de faciliter ultérieurement des consensus.

À l'autre extrémité du spectre, nous examinons comment « activer » les placements passifs. Un modèle que nous explorons est de profiter de l'expertise et des ressources de gestionnaires activistes orientés vers le long terme, comme ValueAct, en les aidant à s'associer de façon sélective à des investisseurs institutionnels et à tirer parti des actions détenues de façon passive par ceux-ci.

Nous pourrions aussi aller plus loin. Imaginons que chaque investisseur institutionnel ait un ensemble de principes clairs en fonction desquels ils exerceraient leurs votes par procuration. Ils seraient ainsi transformés en fonds de couverture activistes **orientés vers le long terme**, comme l'Hermes UK Focus Fund. D'ailleurs, des études indépendantes montrent que l'approche d'Hermes consistant à réorienter la stratégie d'une société vers le long terme a été efficace pour lui et les sociétés dans lesquelles il a investi^{xxvi}.

Étant donné leurs capacités et leur influence économique, les investisseurs institutionnels peuvent promouvoir le changement. Toutefois, à moins que ces investisseurs ne soient des actionnaires importants, les conseils d'administration sont cruciaux pour que ce changement se produise.

Seuls les conseils d'administration, grâce à leur connaissance de renseignements internes et à leur accès à ceux-ci, peuvent directement implanter et soutenir la pensée à long terme au sein de leur entreprise.

DOMINIC BARTON

Avant de vous faire part de certaines de nos réflexions concernant l'orientation des conseils d'administration vers le long terme, je voudrais souligner que nous n'essayons pas de redéfinir la gouvernance.

Des organismes comme l'IAS ont joué un rôle important dans l'évolution des structures de gouvernance vers celles que nous avons aujourd'hui.

Orienter les capitaux vers le long
Ce que nous espérons faire plutôt est d'étendre le champ des préoccupations des conseils d'administration au-delà des domaines d'intérêt traditionnels du risque et de la conformité, afin qu'ils se concentrent davantage sur la **croissance durable à long terme** et agissent comme des vrais défenseurs des intérêts de l'entreprise.

Il existe un débat non résolu sur le partage des responsabilités entre le conseil et la direction en ce qui concerne la stratégie de l'entreprise. Notre opinion est que le conseil devrait adopter une optique à long terme à l'égard de la stratégie et du rendement; toutefois, la direction doit s'appropriier la stratégie et l'exécuter.

Comme Mark l'a mentionné, des administrateurs et des dirigeants nous ont dit qu'ils considèrent les conseils d'administration comme l'une des principales sources des pressions du court terme. Dans nos travaux, nous cherchons des moyens par lesquels les conseils peuvent aider les dirigeants pour adopter une perspective à long terme.

Je présenterai brièvement trois idées que nous explorons et donnerai quelques exemples d'entreprises qui appliquent actuellement ces idées.

- La **première** idée est de créer un comité du conseil d'administration ayant pour fonction de veiller à ce que les plus importants enjeux à long terme de la société soient pris en compte. Actuellement, moins de 10 % des sociétés du S&P 500 ont un comité permanent du conseil qui se consacre aux enjeux à long terme.

Par exemple, en 2011, **Wal-Mart** a créé dans ce but un comité du conseil sur les technologies et le commerce électronique. Ce comité donne des conseils sur la stratégie en matière de commerce électronique et d'innovation, examine et soutient le processus de planification technologique, et examine le développement des innovations de la société. Depuis 2011, Wal-Mart a injecté des millions de dollars dans ces efforts et sa division de services en ligne a grossi pour devenir le quatrième détaillant en ligne en importance aux États-Unis^{xxvii}. En 2012, la société a nommé Marissa Meyer, chef de la direction de Yahoo, au conseil et à ce comité.

Un autre exemple est **Antamina**, une mine de cuivre et de zinc à ciel ouvert au Pérou appartenant conjointement à Xstrata, à BHP, à Teck et à Mitsubishi. Elle possède un comité de planification stratégique qui conseille le conseil d'administration sur la santé à long terme de la mine et ses relations avec la collectivité. Le comité a contribué à prolonger de six ans la durée de vie de la mine et a favorisé les investissements à long terme dans les infrastructures.

- La **deuxième** est d'assurer une correspondance entre, d'une part, l'horizon de la rémunération et, d'autre part, le cycle des produits et des risques de la société. Par exemple, depuis la crise financière, de nombreuses **grandes institutions financières** ont adopté un horizon à plus long terme pour la rémunération de leurs administrateurs. Chez **Morgan Stanley**, 50 % des actions octroyées à leurs administrateurs indépendants ne sont payables que lorsque l'administrateur quitte le conseil.

Lorsqu'on change la structure de rémunération des administrateurs, on doit aussi examiner soigneusement le montant total de leur rémunération. **Vous devrez être mieux rémunérés.** Si l'on s'attend à ce que les administrateurs travaillent pendant un plus grand nombre de jours et qu'ils s'engagent davantage au sein de leurs entreprises, on doit augmenter leur rémunération afin de tenir compte de la charge de travail accrue.

- Et la **troisième** est de délaissier les prévisions indicatives à l'égard des bénéfices trimestriels et de les remplacer par des renseignements descriptifs consistant en une description de la stratégie, des mesures de la santé de l'entreprise et de l'information intégrée. Ces renseignements descriptifs devraient jeter les bases d'une forme de discussion entièrement différente avec les actionnaires.
- Entre 2003 et 2009, le pourcentage des sociétés américaines qui communiquent des prévisions de bénéfice est passé de 77 % à 60 %. **Coca-Cola, Alcoa, AT&T, Clear Channel, Mattel, PepsiCo et Sun Microsystems** sont quelques exemples de sociétés qui ont annoncé leur intention de cesser de donner des prévisions de bénéfices. D'autres, comme **Google**, n'en ont jamais données^{xxviii}.

Un bon exemple d'une société qui a adopté l'approche que nous recommandons est **Natura**, une

Orienter les capitaux vers le long société brésilienne de cosmétiques, qui publie de l'information intégrée qui est utilisée dans le processus de prise de décisions de son équipe de direction et de son conseil d'administration. Cette information fournit aux investisseurs une série de mesures de la santé de l'entreprise, concernant notamment le talent, l'innovation et le service à la clientèle. Par exemple, un défi important pour l'expansion de cette entreprise est la constitution d'une équipe de vente de grande qualité; elle publie donc le nombre moyen d'heures de formation par employé. Comme elle compte aussi sur le bouche-à-oreille pour son marketing, elle publie le pourcentage de ses clients qui ont l'intention de recommander des produits Natura.

Mark Wiseman

Comme Dominic l'a mentionné précédemment, dans notre sondage, les leaders d'entreprise ont désigné le conseil d'administration et les actionnaires institutionnels comme les deux principales sources des pressions pour produire des résultats financiers à court terme.

C'est une réponse qui nous a surpris et nous examinerons de plus près ce comportement dans les prochains mois. Nous devons encore chercher à répondre à nombreuses questions. Les administrateurs affichent-ils un penchant pour l'aversion aux pertes qui pousse les dirigeants à produire des résultats à court terme, aux dépens du long terme? Dans l'affirmative, comment les conseils peuvent-ils modifier leur orientation afin d'inciter la direction à adopter une optique à long terme? Comment les investisseurs institutionnels – qui devraient clairement investir en fonction du long terme – peuvent-ils arrêter de susciter des pressions de court terme?

Nous cherchons à répondre à ces questions et à formuler des recommandations pour orienter les capitaux vers le long terme, et nous avons besoin de vos idées et de vos opinions.

Peu après notre communication aujourd'hui, l'IAS vous enverra un courriel. Nous vous invitons à répondre au court sondage au moyen de votre appareil mobile et à nous dire ce que vous pensez.

Nous vous demandons aujourd'hui de commencer à évaluer les incidences négatives du court-termisme sur vos organisations respectives et à réfléchir à ce qu'il faudrait faire pour réorienter vos entreprises et leurs équipes de direction vers le long terme. Vous pouvez utiliser votre influence considérable comme administrateurs et leaders, et vos réseaux personnels et professionnels, pour attirer davantage l'attention sur cette question... afin que les conseils d'administration en parlent.

DOMINIC BARTON

Nous ne sommes pas les premiers à mettre le court-termisme à l'ordre du jour.

Vous n'avez qu'à lire les manchettes pour connaître la dernière crise qui a retenu l'attention des médias – du « krach éclair » de 2010, qui s'est traduit par une chute d'un **billion de dollars** de la moyenne Dow Jones des valeurs industrielles, au faux tweet d'AP, il y a seulement un mois, qui a fait chuter le S&P 500 de 130 milliards de dollars. Dans les deux cas, les marchés se sont rétablis rapidement, les manchettes se sont estompées et les dommages ont été temporaires.

Ce qui est beaucoup plus préoccupant, ce sont **les dommages causés quotidiennement** par des mentalités à court terme dans toute la chaîne de valeur des placements – ce sont malheureusement des événements qui ne retiennent pas l'attention des médias. Des entreprises renoncent à des investissements profitables par crainte de ne pas atteindre les bénéfices trimestriels prévus. Les épargnants se privent de rendements potentiels supérieurs du fait que les marchés boursiers pénalisent les entreprises qui effectuent des investissements à long terme. Et la résultante globale est que l'ensemble de la société se prive d'une croissance à long terme supérieure et d'innovations en raison d'un sous-investissement.

En résumé, **le court-termisme est un problème.**

Mais nous avons des idées pour changer cette situation. Le changement doit commencer par les

Orienter les capitaux vers le long conseils d'administration et les investisseurs institutionnels. Vous et eux avez ensemble la capacité de donner une plus grande marge de manœuvre aux dirigeants pour gérer les entreprises en fonction du long terme.

Les six idées que nous avons présentées aujourd'hui constituent un point de départ pour agir.

Dans le cas des investisseurs institutionnels, il faut :

- 1) une plateforme de collaboration et d'engagement gérée par les propriétaires d'actifs;
- 2) une « activation » des placements passifs;
- 3) et un ensemble de principes d'engagement convenus.

Et, dans le cas des conseils d'administration, cela passe par :

- 1) des comités sur la valeur à long terme;
- 2) de nouveaux modèles de rémunération qui tiennent compte de la charge de travail des administrateurs et qui les récompensent en fonction d'une période au moins égale à un cycle de produit ou de risque;
- 3) de l'information intégrée descriptive, plutôt que des prévisions à l'égard des bénéfices trimestriels.

En tant que leaders et personnes influentes dans ce système, la réponse est entre vos mains, mesdames et messieurs. Au nom de McKinsey et de l'Office, nous comptons sur votre apport et vos observations, et vous remercions de votre temps et de votre attention.

[FIN]

SOURCES ET AUTRES RENSEIGNEMENTS

ⁱ L'espérance de vie des femmes de 65 ans a augmenté de 1 % par année dans les pays de l'OCDE au cours des 50 dernières années.

(OCDE)

ⁱⁱ Dans la plupart des cas, en raison d'exigences réglementaires, en particulier aux États-Unis en vertu du Titre 1 de l'*Employee Retirement Income Security Act* de 1974 (ERISA).

ⁱⁱⁱ Seulement 23 % de l'actif sous gestion des investisseurs institutionnels est placé dans des stratégies de placement intrinsèques (faible taux de rotation, placements concentrés, recherche de création de valeur à long terme – par opposition à des stratégies axées sur le momentum ou à des stratégies indicielles mécaniques) (Thompson Reuters)

^{iv} Eccles, Ioannou et Serafeim, « The Impact of a Culture of Sustainability on Corporate Behavior and Performance »

(HBS, novembre 2011)

^v Credit Suisse Research Institute, « Family Businesses: Sustaining Performance » (septembre 2012)

^{vi} Haldane, A. et Davies, R., « The Short Long » (Banque d'Angleterre, mai 2011)

^{vii} World Federation of Exchanges – Il convient de noter que cette tendance n'a pas été observée au Canada : 1 433 sociétés étaient cotées à la Bourse de Toronto en 1998, comparativement à 3 970 en 2012.

^{viii} ICI, Cerulli, PSCA

^{ix} Selon une analyse de Martijn Cremers de l'Université Notre Dame, 56 % des fonds communs canadiens d'actions canadiennes étaient des « fonds indicieux déguisés » en 2010. Il a constaté qu'ils ont produit des rendements inférieurs à ceux des stratégies véritablement actives à chacune des 10 dernières années, sauf en 2008. Cremers, Ferreira, Matos et Starks, « The Mutual Fund Industry Worldwide: Explicit and Closet Indexing, Fees, and Performance » (Notre Dame, février 2013).

^x Analyse de McKinsey à partir de la base de données de Strategic Insight sur les fonds communs américains d'actions à gestion active (4,19 billions de dollars sur un marché de 4,28 billions et un plus grand bassin de capitaux investis dans des actions se montant à 13 billions de dollars en 2012)

^{xi} « CEO Succession Practices: 2013 Edition » pour les sociétés du S&P 500.

^{xii} McKinsey et l'Office ont effectué un sondage mondial auprès d'administrateurs et de hauts dirigeants d'entreprise au moyen du panel des sondages trimestriels de McKinsey. 1 038 personnes ont répondu au sondage : 71 % des répondants étaient des dirigeants de niveau C et 29 %, des administrateurs indépendants; 64 % étaient des dirigeants ou des administrateurs de sociétés fermées et 29 %, de sociétés ouvertes; 34 % résidaient en Europe et 30 %, en Amérique du Nord; et 54 % provenaient d'une entreprise aux revenus supérieurs à 100 millions de dollars. Toutes les données citées se rapportent aux répondants d'entreprises aux revenus supérieurs à 100 millions de dollars.

^{xiii} 20 % des répondants ont indiqué que le plus important avantage est les innovations accrues; et 19 % ont indiqué que c'est de solides rendements financiers (question à réponse unique).

^{xiv} Graham, Harvey et Rajgopal, « Value Destruction and Financial Reporting Decisions », 2011, page 8

^{xv} Gallup: <http://www.gallup.com/poll/159875/americans-similarly-dissatisfied-corporations-gov.aspx>

^{xvi} Baromètre de la confiance Edelman 2007 (45 %) et 2013 (35 %)

^{xvii} Gallup

^{xviii} Eccles et Serafeim, « Top 1000 Companies Wield Power Reserved for Nations » (Bloomberg, septembre 2012)

^{xix} Experts de McKinsey; Charles H. Fine, *Clock Speed – Winning Industry Control in the Age of Temporary Advantage*

^{xx} Booz & Co.; analyse de McKinsey; rotation de l'actif par secteur (en nombre d'années) = immobilisations nettes/amortissement annuel

(calculée en prenant la moyenne pour les 10 sociétés ayant les plus fortes capitalisations boursières dans chaque secteur de 2007 à 2011). En 2011.

^{xxi} Kaplan, « Private Equity Performance: What Do We Know? » (Chicago Booth, février 2012)

^{xxii} *ibid*

^{xxiii} Sondage trimestriel de McKinsey, juin 2011; entrevues avec environ 20 administrateurs britanniques qui siègent à des conseils d'administration de sociétés ouvertes et fermées (dont la plupart ont une valeur d'entreprise supérieure à 500 millions de livres)

^{xxiv} Asker, Farre-Mensa et Ljungqvist, « Comparing the Investment Behavior of Public and Private Firms », 2012 – Les sociétés fermées réagissent 3,5 fois plus aux changements dans les occasions de placement que ne le font les sociétés ouvertes.

^{xxv} *ibid*

^{xxvi} Becht, Franks, Mayer et Rossi, « Returns to Shareholder Activism – Evidence from a Clinical Study of Hermes UK Focus Fund » (document de travail d'ECGI, avril 2008)

^{xxvii} Autres exemples de sociétés qui ont créé des comités à long terme : Yahoo (*Transactions Committee*), Altamina (*Strategic Business Planning Committee*) et Shell (*CSR Committee*)

^{xxviii} National Investor Relations Institute, donnée de 2003 : <http://www.niri.org/Other-Content/alerts/ea050330cfm.aspx>; donnée de 2009 : <http://www.niri.org/media/News-Releases/News-Releases-Archive/NIRI-Releases-2009-Forward-Looking-Guidance-Practices-Survey-Results-2009May18.aspx>