

# Point de vue d'un gérant de portefeuille



## Daisuke Nomoto

Gérant de portefeuilles,  
Actions japonaises

Le Japon a véritablement commencé à s'intéresser aux facteurs ESG (environnementaux, sociétaux et de gouvernance) en 2006, lorsque les institutions du pays ont adhéré aux Principes pour l'investissement responsable (PRI) des Nations unies,<sup>2</sup> mais ils n'ont commencé à prendre de l'ampleur qu'en 2011, lorsque le pays a défini les Principes d'action financière pour une société durable.<sup>3</sup> Cet élan a été repris dans la Stratégie de revitalisation du Japon définie en 2013 sous l'administration du Premier ministre Shinzo Abe. Dans le cadre de cette stratégie, le Code de bonne gestion<sup>4</sup> et le Code de gouvernance des entreprises<sup>5</sup> ont été établis au Japon en 2014 et 2015 respectivement.

Ces deux documents ont joué un rôle important dans la quête d'une meilleure gouvernance d'entreprise et ont contribué à renforcer la prise de conscience des problèmes environnementaux et sociaux.

Le Code de bonne gestion stipule que les investisseurs doivent entretenir un dialogue avec les entreprises et s'efforcer de résoudre les problèmes par le biais d'une participation constructive afin d'optimiser les retours sur investissement à moyen et long terme.<sup>6</sup> Le Code de gouvernance des entreprises cherche quant à lui à promouvoir des prises de décisions transparentes, équitables et opportunes au sein des entreprises. Le fonds de pension public japonais (GPIF), l'un des plus gros propriétaires d'actifs au monde, a annoncé son intention de se conformer au Code de bonne gestion en 2014 et a souscrit aux PRI de l'ONU en 2015. Du fait de la taille et de l'influence du GPIF, son engagement a permis de sensibiliser les entreprises et les investisseurs institutionnels aux questions ESG.

Le Code de bonne gestion a été révisé en 2017,<sup>7</sup> afin de rendre obligatoire la publication intégrale des résultats de vote, et il a été révisé une nouvelle fois en octobre 2019 afin d'intégrer le concept de durabilité sur le long terme au processus d'investissement.<sup>8</sup> Le Code de gouvernance des entreprises a quant à lui fait l'objet d'une révision en 2018<sup>9</sup> lorsque plusieurs nouvelles directives ont été ajoutées, comme des exigences

minimums en matière d'indépendance du conseil d'administration, l'obligation de définir un plan objectif de succession du PDG, et la fin des participations croisées<sup>10</sup> afin d'optimiser la transparence. Une nouvelle révision est prévue en 2021 afin de renforcer les normes de gouvernance d'entreprise.

## Principaux axes ESG

Les problématiques ESG sont nombreuses mais les principaux thèmes de discussion entre les dirigeants d'entreprises et les investisseurs institutionnels au Japon sont les suivants :

### Structure du conseil d'administration

Le code de gouvernance des entreprises révisé stipule qu'au moins un tiers des membres du conseil d'administration doivent être extérieurs à l'entreprise au lieu de deux membres auparavant. Cette mesure vise à encourager la responsabilisation dans les processus de prise de décision. Actuellement, environ 70% des entreprises cotées respectent cette exigence.<sup>11</sup> En ce qui concerne la diversité des membres du conseil, le nombre de femmes en pourcentage du total a augmenté mais il n'était que de 5,2% en 2019.<sup>12</sup> Le gouvernement s'est fixé pour mission de faire passer ce ratio au sein des entreprises à 10% en 2020.<sup>13</sup>

La rémunération des dirigeants est un autre thème qui a fait l'objet d'un examen minutieux étant donné le manque de transparence des

processus de prise de décision associés à la définition de ces rémunérations. Etant donné que le code de gouvernance exige également un processus transparent pour le départ des dirigeants et la succession, de plus en plus d'entreprises mettent en place des comités de nomination afin de respecter les exigences.

### **Cotations multiples sociétés mères-filiales**

L'un des principaux problèmes associés aux cotations multiples des sociétés mères et de leurs filiales est la création de conflits d'intérêts qui peuvent mettre les actionnaires minoritaires dans une position désavantageuse. Le nombre de filiales cotées au Japon reste encore élevé : 238 contre 28 aux Etats-Unis et aucune au Royaume-Uni (en 2018<sup>14</sup>), et nous considérons que la cotation des sociétés mères et de leurs filiales est contraire aux objectifs du code de gouvernance. Cela étant, nous avons récemment constaté certaines avancées positives, comme la dissolution de la structure à cotations multiples par certaines grandes sociétés, parmi lesquelles Hitachi, qui a vendu Hitachi Kasei à Showa Denko, et qui a également cédé Hitachi Transport, Hitachi Capital, Hitachi Koki et Hitachi Kokusai ; Toshiba, qui a vendu Toshiba Plant, NuFlare Technology et Nishishiba Electric ; et Mitsubishi Chemical, qui a vendu Tanabe Mitsubishi Pharma.

Le Premier ministre Abe a récemment lancé un débat sur la réforme de la gouvernance lors du Conseil sur les investissements pour l'avenir.<sup>15</sup> Les propositions exigeraient que les sociétés mères rendent des comptes aux actionnaires minoritaires, tout en encourageant les filiales à augmenter la proportion d'administrateurs externes qui sont indépendants de la société mère. Cette mesure devrait selon nous accélérer la dissolution des structures de cotations multiples et permettra de mieux aligner les intérêts des dirigeants et des actionnaires. Nous pensons par ailleurs qu'elle entraînera une affectation plus efficace des capitaux sous-utilisés, que ce soit par le biais d'investissements dans des projets à meilleur rendement ou du versement des capitaux excédentaires aux actionnaires.

### **Actionnariats stratégiques<sup>16</sup>**

Bien que le phénomène des participations croisées, qui consiste pour les sociétés cotées à détenir d'importants portefeuilles d'actions les unes des autres, ait diminué au fil du temps, nous constatons toujours que de nombreuses entreprises ne respectent pas le Code de gouvernance des entreprises et ne justifient pas leur recours à une structure d'actionariat stratégique. La dernière révision des obligations en matière d'informations à publier oblige les entreprises à fournir des détails sur leurs participations stratégiques.<sup>17</sup>

Puisque le code de gouvernance révisé stipule que les transactions commerciales ne doivent pas être basées sur des relations d'actionariat stratégique, nous prévoyons de nouvelles mesures pour contribuer à supprimer les participations croisées, ce qui entraînera une utilisation plus efficace des capitaux.

### **Publications**

Les considérations environnementales constituent un aspect de l'engagement ESG qui a suscité un intérêt croissant au niveau mondial ces dernières années. Le Japon a été en avance sur cette tendance en termes de publication d'informations sur les activités environnementales, en instaurant de manière proactive la publication d'informations non financières par le biais du rapport intégré. Le Sommet de la Terre qui s'est tenu à Rio en 1992 a été l'occasion pour Keidanren, la fédération des entreprises japonaises, de demander à ses membres de publier des rapports sur leur impact environnemental. Selon le GPIF, 72,4% des entreprises publient volontairement leurs informations ESG pertinentes,<sup>18</sup> en se référant soit aux lignes directrices de la Global Reporting Initiative<sup>19</sup> (40,7% des entreprises), soit à l'International Integrated Reporting Framework<sup>20</sup> (33,3%), soit encore aux lignes directrices sur les rapports environnementaux du Ministère de l'environnement,<sup>21</sup> aux « Directives pour

la création de valeur collaborative » publiées par le Ministère de l'économie, du commerce et de l'industrie, ou aux « Directives pour la participation des investisseurs et des entreprises » publiées par l'Agence des services financiers.<sup>22</sup>

Parallèlement, le Groupe de travail sur la publication d'informations financières relatives au climat (TCFD)<sup>23</sup> a retenu l'attention en proposant un cadre pour la divulgation d'informations liées au changement climatique. Le TCFD a été formulé en 2017 pour aider les investisseurs institutionnels et les institutions financières à mieux comprendre l'impact des risques et opportunités liés au climat sur les futurs bilans et comptes de résultats.

Le Japon est le premier pays au monde à soutenir le TCFD.<sup>24</sup> En juin dernier, 285 entités japonaises publiques et privées avaient exprimé leur soutien au groupe de travail,

pour un total de 1.293 signataires, et nombre d'entre elles publient déjà des informations conformément à ce cadre. Nous estimons que les efforts supplémentaires fournis dans le cadre du TCFD devraient se traduire par un meilleur niveau d'engagement auprès des parties prenantes en ce qui concerne les pratiques de développement durable des entreprises.

### Les actifs consacrés à l'investissement durable progressent au Japon

L'investissement ESG a fortement progressé à travers le monde, et le Japon ne fait pas exception. Le montant des investissements durables à l'échelle mondiale a atteint 30.700 milliards de dollars en 2018 pour les cinq principaux marchés que sont l'Europe, les États-Unis, le Canada, le Japon, l'Australie et la Nouvelle-Zélande, soit

une hausse de 34% par rapport à 2016. Le Japon a généré la principale contribution à cette croissance avec une progression de plus de 300%<sup>25</sup> des actifs gérés de manière durable sur cette période. Il n'est pas surprenant que, parallèlement à cette évolution, les dirigeants d'entreprises japonaises soient de plus en plus désireux de se pencher sur les questions de gouvernance, d'efficacité du capital et de rendement du capital. Le GPIF, qui gère environ 160.000 milliards de yens<sup>26</sup> (1.500 milliards de dollars) d'actifs, est en train d'intégrer les facteurs ESG dans ses principes d'investissement. En général, lorsque le GPIF adopte une nouvelle politique, les autres suivent. Nous pensons donc que l'influence de l'investissement durable au Japon va s'accroître dans des domaines tels que l'intégration des facteurs ESG,<sup>27</sup> l'examen des facteurs ESG, l'engagement et les propositions des actionnaires.<sup>28, 29</sup>

**Figure 3 : Croissance des actifs consacrés à l'investissement durable par région en monnaie locale (la valeur des actifs est exprimée en milliards), 2014-2018**

				Croissance par période		Taux de croissance annuelle cumulée (CAGR) 2014-18
	2014	2016	2018	Croissance 2014-2016	Croissance 2016-2018	
Europe	9.885 €	11.045 €	12.306 €	12%	11%	6%
Etats-Unis	6.572 \$	8.723 \$	11.995 \$	33%	38%	16%
Canada (en CAD)	1.011 \$	1.505 \$	2.132 \$	49%	42%	21%
Australie/Nouvelle-Zélande (en AUD)	203 \$	707 \$	1.033 \$	248%	46%	50%
Japon	840 ¥	57.056 ¥	231.952 ¥	6.692%	307%	308%

Source : Global Sustainable Investment Alliance, 2018 Review.

Dans le même ordre d'idées, l'activisme a également augmenté au Japon. Nous constatons une tendance au renforcement de l'engagement du public via les propositions des actionnaires lors des assemblées générales. Bien que l'activisme japonais se soit principalement concentré sur les questions de gouvernance et non d'environnement, les investisseurs activistes montrent un désir croissant de représentation au conseil d'administration et sont également prêts à s'engager dans des batailles de procurations pour atteindre leurs objectifs.

## Notre approche

Les séries de révisions apportées aux codes ont poussé les dirigeants d'entreprises japonaises à accorder plus d'importance à la rentabilité et à l'efficacité du capital que par le passé. Par conséquent, le rendement des fonds propres des entreprises japonaises est passé de moins de 5% dans les années 1990 et 2000 à environ 8% en 2019 (9,8% en 2018), resserrant l'écart avec les entreprises européennes (9,8% en 2019).<sup>30</sup>

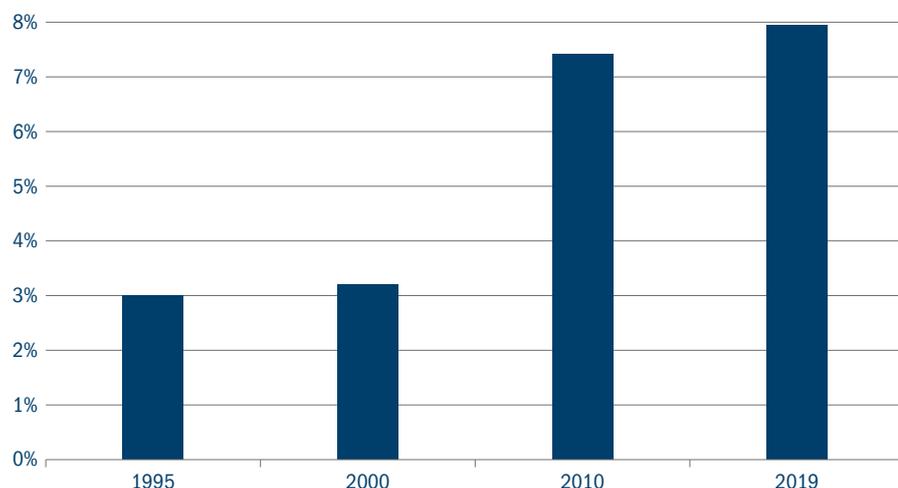
Parallèlement à la réforme de la gouvernance d'entreprise, l'ordre du jour de nos réunions avec de nombreuses équipes de direction japonaises a sensiblement changé, l'accent étant davantage mis sur la stratégie à long terme, y compris la politique de gestion du capital, la structure du conseil d'administration et les objectifs quantitatifs pour démontrer leur engagement envers les questions et problèmes environnementaux.

Du fait de l'intégration par Columbia Threadneedle des facteurs ESG dans notre processus d'investissement, via l'utilisation de nos propres outils d'investissement responsable et nos recherches intensives, nous pensons que le Japon est un marché qui a de plus en plus à offrir.

### Source :

- 2 <https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment/what-are-the-principles-for-responsible-investment>
- 3 [https://www.env.go.jp/policy/keiei\\_portal/kinyu/gensoku-en.html](https://www.env.go.jp/policy/keiei_portal/kinyu/gensoku-en.html)

**Figure 4 : Rendement des fonds propres sur le marché actions japonais**



Source : Bloomberg, au 31 juillet 2020.  
Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs

- 4 280 investisseurs institutionnels étaient signataires en mars 2020. Le code de bonne gestion a été révisé en mars 2020 et plusieurs éléments ont été ajoutés, comme la prise en compte du développement durable.
- 5 En juillet 2019, 21,3% des composantes du TSE1 (457) respectaient l'ensemble des 78 principes du code, 65,4% (1.404) en respectaient au moins 90%, et 13,4% (287) respectaient moins de 90% des principes.
- 6 <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/minutes/20170131.pdf>
- 7 <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20170529.html>
- 8 <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20200324.html>
- 9 <https://www.fsa.go.jp/en/news/2018/follow-up/20180330-1.html>
- 10 Structure dans laquelle une entreprise cotée détient des participations dans une autre entreprise cotée afin de verrouiller les relations d'affaires et de se protéger contre les rachats.
- 11 <https://www.jpex.co.jp/english/equities/listing/cg/tdivq0000008jb0-att/b5b4pj000002xyj7.pdf>
- 12 <http://www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/yakuin.html>
- 13 [http://www.gender.go.jp/english\\_contents/index.html](http://www.gender.go.jp/english_contents/index.html)
- 14 <https://www.jpex.co.jp/equities/improvements/study-group/nlsgeu000004acah-att/nlsgeu000004hgca.pdf>
- 15 [https://japan.kantei.go.jp/98\\_abe/actions/201903/\\_00012.html](https://japan.kantei.go.jp/98_abe/actions/201903/_00012.html)
- 16 Prises de participations ayant pour but de préserver des relations commerciales ou de se défendre contre des rachats, y compris participations croisées.
- 17 [https://www.jpex.co.jp/english/news/1020/b5b4pj000000jvjr-att/20180602\\_en.pdf](https://www.jpex.co.jp/english/news/1020/b5b4pj000000jvjr-att/20180602_en.pdf)
- 18 [https://www.gpif.go.jp/en/investment/summary\\_report\\_of\\_the\\_4th\\_survey.pdf](https://www.gpif.go.jp/en/investment/summary_report_of_the_4th_survey.pdf)
- 19 <https://www.globalreporting.org/Pages/default.aspx>
- 20 <https://integratedreporting.org/resource/international-ir-framework/>
- 21 [https://www.env.go.jp/policy/j-hiroba/kigyo/2018Guidelines\\_E20190412.pdf](https://www.env.go.jp/policy/j-hiroba/kigyo/2018Guidelines_E20190412.pdf)
- 22 [https://www.gpif.go.jp/en/investment/summary\\_report\\_of\\_the\\_4th\\_survey.pdf](https://www.gpif.go.jp/en/investment/summary_report_of_the_4th_survey.pdf)
- 23 <https://www.fsb-tcfd.org/>
- 24 <https://www.fsb-tcfd.org/tcfd-supporters/>
- 25 [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR\\_Review2018.3.28.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf)
- 26 [https://www.gpif.go.jp/en/investment/190905\\_Esg\\_Report.pdf](https://www.gpif.go.jp/en/investment/190905_Esg_Report.pdf)
- 27 Type d'investissement qui intègre systématiquement les facteurs ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) dans les processus de gestion ordinaires (p. ex. évaluation, sélection et due diligence ESG avant d'investir, suivi et engagement après l'investissement).
- 28 Communiquer avec les entreprises en tant qu'actionnaire sur la base des politiques d'engagement. Ou l'exercice des droits des actionnaires autres que les droits de vote.
- 29 <http://japansif.com/2019survey-en.pdf>
- 30 MSCI Japan et MSCI Europe, données Bloomberg, juin 2020.