

**4 : Les situations et problèmes particuliers, allant des fusions et acquisitions d'entreprises à la paralysie organisationnelle des organisations intergouvernementales**

**Ressources utiles (critiques de livres, de blogs et de sites Internet, conférences, séminaires, bibliographies, notes et publications actualisées...)**

**POUR QUE TOUTES LES PARTIES PRENANTES PROSPERENT : UNE REVUE DE DEUX LIVRES**

**Par Drew SHAGRIN**

Les actionnaires et les autres parties prenantes pourraient-ils coopérer à la recherche d'un bénéfice mutuel, plutôt que d'être en concurrence dans un jeu à somme nulle ? Il s'agit d'une autre manière de s'interroger sur l'existence des entreprises : fournir un rendement financier aux actionnaires, ou offrir un éventail d'avantages à diverses parties prenantes (y compris les actionnaires) ? Ces interrogations ne sont pas nouvelles.<sup>65</sup> En revanche, elles continuent de susciter des débats, notamment dans les deux intéressants ouvrages, publiés en anglais en 2020 et objet de cette recension, ouvrages qui invitent les entreprises à être plus responsables.

Alex Edmans, professeur de finance à la London Business School, s'est invité dans le débat avec son livre *Grow The Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*.<sup>66</sup> *Grow The Pie*, comme son nom l'indique, utilise largement la métaphore de la tarte (ou du gâteau ou du camembert). Le gâteau est constitué de la valeur créée par l'entreprise, avec des tranches de valeur définies de manière extensive et allouées à différentes parties prenantes : les bénéfices distribués aux investisseurs, les moyens de subsistance offerts aux travailleurs, le surplus attribué aux clients, le financement capté par les fournisseurs, les recettes fiscales collectées par le gouvernement, le dynamisme capté par les communautés, et même le renouveau de l'environnement (une partie prenante selon certaines personnes, mais pas toutes). Le professeur Edmans s'oppose aux tentatives à court terme des actionnaires d'augmenter leur part du gâteau par rapport aux autres parties prenantes lorsque cela entraînerait un ralentissement de la croissance, voire un rétrécissement de la tarte. Il qualifie cette approche de « partage du gâteau ». Il plaide au contraire en faveur d'une approche à long terme : lorsque les parties prenantes sont « liées par un objectif commun et se concentrent sur le long terme, elles créent de la valeur partagée de manière à agrandir les parts pour tout le monde ». Dans cette approche de « croissance du gâteau », une entreprise doit

**4: Special situations and issues, spanning a broad range from corporate mergers and acquisitions to organisational paralysis in intergovernmental organisations**

**Useful resources (including book reviews, blog and website reviews, and annals, digests, and similar summaries of conferences and seminars)**

**LET ALL THE STAKEHOLDERS THRIVE: A REVIEW OF TWO BOOKS**

**By Drew SHAGRIN**

Might shareholders and other stakeholders cooperate in the pursuit of mutual benefit, rather than competing in a zero-sum game? This is a different way of asking why corporations exist: is it to provide a financial return to shareholders, or to provide an array of benefits to various stakeholders (including shareholders)? These questions aren't new. At the same time, they continue to provoke debate, including in two worthwhile books published in English in 2020 and discussed in this article, two calls for businesses to be more responsible.

Alex Edmans, a professor of finance at London Business School, entered the debate with his book *Grow The Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*. *Grow The Pie*, as the name suggests, uses the pie metaphor extensively. The pie consists of the value created by the corporation, with slices of expansively-defined value allocated to different stakeholders: profits distributed to investors, livelihoods available to workers, surplus captured by customers, funding captured by suppliers, tax revenues collected by the government, vibrancy captured by communities, and even renewal for the environment (a stakeholder according to some but not all people). Professor Edmans argues against short-termist attempts by shareholders to increase their share of the pie relative to other stakeholders where doing so would cause the pie to slow its growth or even shrink. He calls this a "pie-splitting" approach. He argues instead in favour of a long-termist approach: when stakeholders are "bound by a common purpose and focused on the long term, they create shared value in a way that enlarges the slices for everyone". In this "pie-growing" approach, a corporation should seek to create value for "society" so that all stakeholders can receive a larger slice of pie in absolute terms regard-less of any relative change in their percentage share of the pie compared with other stakeholders.

127. *Grow The Pie* is organised in 11 chapters grouped in four parts. In Part one, Professor Edmans explains the pie-growing mentality in detail. He argues that growing the pie doesn't aim to maximise profits, but even without aiming to do so it often it succeeds in doing so anyway. Thus he distinguishes a pie-growing mentality from an "enlightened shareholder value" mentality that superficially appears to support pie-growing but in reality aims to maximise profits. Professor Edmans proposes three principles that guide the corporate decision-maker's process of balancing the claims of competing stakeholders: multiplication, comparative advantage, and materiality. Multiplication asks whether expenditures have a multiplier effect, delivering more value than the inputs. Comparative advantage asks whether the corporation can deliver more value than another enterprise. And materiality asks whether the benefitted stakeholders are material to the enterprise, distinguishing business materiality from intrinsic materiality.

Part two then explores the evidence to support "pie-nomics". One chapter in Part two discusses incentives that both reward long-termism and deter short-termism. Another chapter urges engaged investors to not only support management but also challenge management. Still a third chapter argues that using corporate profits to buy back stock is a misunderstood practice: criticisms of the practice are sometimes justified, but the book argues that there are situations in which a stock buy-back can be a force for growing the pie consistent with the earlier principles of multiplication, comparative advantage, and materiality.

Part three gives role-specific guidance. One chapter in Part three gives guidance for enterprises. Another for investors calls on shareholders to be stewards who both support and challenge management. Still a third chapter calls on citizens to act and shape business, rather than be acted upon.

*Grow The Pie* concludes with Part four, a call for win-win pie-growing at both national and personal levels.

chercher à créer de la valeur pour la « société » afin que toutes les parties prenantes puissent recevoir une plus grande part du gâteau en termes absolus, indépendamment de tout changement relatif de leur part du gâteau par rapport à d'autres parties prenantes.

*Grow The Pie* est organisé en 11 chapitres regroupés en 4 parties. Dans la première partie, le professeur Edmans explique en détail la croissance du gâteau. Il affirme que la croissance du gâteau ne vise pas à maximiser les profits, mais que même sans viser un tel objectif, elle y parvient souvent. Il distingue donc la croissance du gâteau de la « valeur actionnariale éclairée », qui semble superficiellement soutenir la croissance du gâteau mais vise en réalité à maximiser les profits. Le professeur Edmans propose trois principes qui guident le décideur d'entreprise dans son processus d'équilibrage des revendications des parties prenantes concurrentes : la multiplication, l'avantage comparatif et l'importance relative. La multiplication permet de savoir si les dépenses ont un effet multiplicateur, c'est-à-dire si elles apportent plus de valeur que les intrants. L'avantage comparatif permet de déterminer si l'entreprise peut apporter plus de valeur qu'une autre entreprise. Enfin, l'importance relative permet de déterminer si les parties prenantes bénéficiaires sont importantes pour l'entreprise, en distinguant l'importance relative commerciale de l'importance relative intrinsèque.

La deuxième partie étudie ensuite les preuves à l'appui la « théorie de la tarte ». Un chapitre de la deuxième partie traite des incitations qui récompensent le long terme et dissuadent les court termistes. Un autre chapitre invite les investisseurs engagés à ne pas se contenter de soutenir la direction, mais à la défier. Un troisième chapitre affirme que l'utilisation des bénéfices des entreprises pour racheter des actions est une pratique mal comprise : les critiques à l'égard de cette pratique sont parfois justifiées, mais le livre affirme qu'il existe des situations dans lesquelles un rachat d'actions peut être un moyen d'accroître le gâteau conformément aux principes antérieurs de multiplication, d'avantage comparatif et d'importance relative.

La partie trois fournit des orientations spécifiques à chaque hypothèse. Un chapitre de la partie trois donne des orientations aux entreprises. Un autre, destiné aux investisseurs, appelle les actionnaires à être des acteurs qui soutiennent et remettent en cause la gestion. Enfin, un troisième chapitre invite les citoyens à agir et à façonner les entreprises, plutôt que de subir leurs actions.

*Grow The Pie* se termine par la quatrième partie, un appel à la croissance de la tarte, une proposition gagnant-gagnant, au niveau non seulement national mais aussi personnel.

Il est aisé d'être d'accord avec le professeur Edmans : en général, la mentalité de la croissance des tartes est parfaitement logique, du moins pour ce lecteur. En outre, *Grow The Pie* mérite des éloges pour la qualité de sa plume.<sup>67</sup>

En revanche, il est également facile d'être en désaccord avec le professeur Edmans, principalement parce qu'il réduit la réalité complexe de la valeur des entreprises à de simples camemberts, et qu'il propose ensuite une solution exagérément simple à un défi exagérément simplifié. Cette simplification excessive est amplifiée par de nombreuses simplifications secondaires. Par exemple, le professeur Edmans déforme le point de vue de Milton Friedman sur la responsabilité sociale des entreprises : alors que Friedman autoriserait les dirigeants d'entreprise à défendre les intérêts des actionnaires, ce qui inclut parfois des objectifs sociaux, le professeur Edmans simplifie l'argument de Friedman en affirmant qu'« une entreprise ne devrait se soucier que de gagner le plus d'argent possible ».

Il s'agit toutefois d'une argutie. Il est difficile d'écrire sur des questions complexes pour un large public. Le professeur Edmans fait œuvre utile.

On peut également se demander pourquoi le professeur Edmans consacre d'espace et de pages — près de 20 — à la question des rachats d'actions. Le sujet a sa place dans *Grow The Pie*, mais l'attention qui lui est accordée semble disproportionnée.

Comparez cela à l'attention accordée au même sujet des rachats d'actions dans l'autre livre examiné ici : Michael O'Leary et Warren Valdmanis, gestionnaires de fonds d'investissement, ne consacrent que quatre pages aux rachats d'actions dans leur livre *Accountable: The Rise of Citizen Capitalism*.<sup>68</sup> Ce n'est pas qu'ils soient en désaccord avec le professeur Edmans : ils pensent, comme lui, que les rachats d'actions sont parfois justifiés et que lorsqu'ils sont injustifiés, c'est parce qu'ils profitent de manière disproportionnée et inappropriée aux dirigeants (dont la rémunération basée sur la performance peut monter de manière significative à la suite d'un rachat d'actions), et non pas parce qu'ils profitent de manière inappropriée aux actionnaires (qui auraient pu recevoir les bénéfices de l'entreprise de toute façon, qu'il soit sous forme de dividendes ou plutôt de paiement pour les actions revendues à l'entreprise). Cependant, *Accountable* s'en tient à ces points essentiels, tandis que *Grow The Pie* exploite le sujet des rachats d'actions pour donner en plus une leçon d'analyse financière appliquée. Cela pourrait convenir à un cours donné par le professeur Edmans, mais cela semble un peu excessif pour le lecteur de *Grow The Pie*.

It's easy to agree with Professor Edmans: in general, the pie-growing mentality makes perfect sense, at least to this reader. Moreover, *Grow The Pie* deserves praise for the accessibility of its writing.

However, it's also easy to disagree with Professor Edmans, principally for reducing the complex reality of company value to simple pie charts, and then proposing an unrealistically simple solution to an overly simplified challenge. This core oversimplification is amplified by numerous secondary oversimplifications. For example, Professor Edmans misrepresents Milton Friedman's views on the social responsibility of business: where Friedman would allow corporate managers to advance the interests of shareholders, which sometimes include advancing social goals, Professor Edmans simplifies Friedman's argument to "a company should care only about making as much money as possible".

This is nitpicking, though. Writing about complex issues for a broad readership is difficult. Professor Edmans does a reasonably good job.

It's also easy to wonder why Professor Edmans spends so much time and space—nearly 20 pages—on the issue of stock repurchases. The subject has a proper place in *Grow The Pie*, but the attention given to the subject seems disproportionate.

Contrast that with the attention given to the same stock repurchase topic in the other book reviewed here: Michael O'Leary and Warren Valdmanis, investment fund managers, spend only four pages on share buybacks in their book *Accountable: The Rise of Citizen Capitalism*. It's not that they disagree with Professor Edmans: they believe, like him, that share buybacks are sometimes justified, and that where buybacks are unjustified it's for their inappropriate disproportionate benefit to executives (whose performance-based compensation can increase meaningfully following a share buyback), not for any inappropriate benefit to shareholders (who might have received the corporate profits in any event, as dividends if not as payment for shares sold back to the corporation). However, *Accountable* sticks to these core points, while *Grow The Pie* uses share buybacks to additionally provide a lesson in applied financial analysis. This might be appropriate for a course taught by Professor Edmans, but it seems a bit much for the typical *Grow The Pie* reader.

136. *Accountable* is even more of a pleasure to read than *Grow The Pie*, and not only because of its focus on core points without arguably gratuitous digressions. The *Accountable* writing is entertaining as well as accessible, something remarkable in a manifesto for system change.

Like *Grow The Pie*, *Accountable* argues that shareholders are better served when corporations focus on creating long-term value. As the *Accountable* authors assert, “most shareholders would benefit far more if all corporations were transformed into long-term, stakeholder-oriented companies driven by a deeper purpose”. The *Accountable* authors argue that the transition to such stakeholder-oriented companies will require a movement that they label *citizen capitalism* and which demands, and produces, greater accountability. “Accountability for the corporations we create; accountability to all the stakeholders they touch; accountability for the world we will leave our children and grandchildren; accountability, ultimately, to one another”.

The *Accountable* authors have the intellectual integrity to introduce real critiques of their vision. For instance, even though they’re clearly fans of the B Corp movement, they cite venture capitalist Marc Andreessen’s criticism of B Corps: “I would run screaming from a B Corp.... The split model makes me nervous and I don’t think we would ever touch that. It’s like a houseboat. It’s not a great house and not a great boat”. Similarly, even though they’re clearly fans of actively engaged shareholders who help reform companies from the inside, they give a fair hearing to critics of engagement who argue instead for divestment from companies that fall far short of an investor’s social responsibility standards. And while the *Accountable* authors are fans of impact investing (seeing in it a “lab in which capitalists work to reform capitalism”), they give a fair hearing to impact investment critics.

The idea that the *Accountable* authors wish to lay to rest—and that the *Grow The Pie* author wishes to lay to rest as well—is the “fiduciary absolutism” that elevates short-term share price above all other considerations. The *Accountable* authors cite studies that support the notion that “companies that serve stakeholders well usually serve shareholders well, too”. They frame the question paradoxically: “whether, over the long run, financial return is a goal best achieved when you don’t aim at it directly and obsessively”. This is very much

*Accountable* est encore plus agréable à lire que *Grow The Pie*, et pas seulement parce qu’il se concentre sur des points essentiels sans digressions gratuites. L’écriture de *Accountable*, en plus d’être accessible, est même divertissante, ce qui est remarquable dans un manifeste pour le changement de système.

Comme *Grow The Pie*, *Accountable* affirme que les actionnaires sont mieux servis lorsque les entreprises se concentrent sur la création de valeur à long terme. Comme l’affirment les auteurs de *Accountable*, « la plupart des actionnaires seraient bien plus avantagés si toutes les entreprises se transformaient en sociétés à long terme, orientées vers les parties prenantes et mues par un objectif plus profond ». Les auteurs de *Accountable* affirment que la transition vers de telles entreprises orientées vers les parties prenantes nécessitera un mouvement qu’ils qualifient de *capitalisme citoyen* et qui exige, et produit, une plus grande responsabilité. « Responsabiliser les entreprises que nous créons, responsabiliser toutes les parties prenantes qu’elles touchent, responsabiliser le monde que nous laisserons à nos enfants et petits-enfants, responsabiliser, en fin de compte, les uns envers les autres. »

Les auteurs de *Accountable* ont l’intégrité intellectuelle de présenter de véritables critiques de leur vision. Par exemple, bien qu’ils soient clairement un défenseur du mouvement B Corp, ils citent la critique du capital-risqueur Marc Andreessen à l’égard des B Corp : « Je m’enfuirais en criant d’une B Corp (...). Le modèle divisé me rend nerveux et je ne pense pas que nous n’y toucherions jamais. C’est comme une péniche. Ce n’est pas ni une maison super ni un bateau super ». De même, bien qu’ils soient clairement partisans d’actionnaires activement engagés qui aident à réformer les entreprises de l’intérieur, les auteurs de *Accountable* accordent une audience équitable aux critiques de l’engagement qui préconisent plutôt le désinvestissement des entreprises qui sont loin de répondre aux normes de responsabilité sociétale de l’investisseur. Et si les auteurs de *Accountable* sont des adeptes de l’investissement à impact (qu’ils considèrent comme un « laboratoire dans lequel les capitalistes travaillent à réformer le capitalisme »), ils accordent une audience équitable aux détracteurs de l’investissement d’impact.

L’idée que les auteurs de *Accountable* souhaitent faire disparaître — comme l’auteur de *Grow The Pie* souhaite également — est l’« absolutisme fiduciaire » qui privilégie le prix de l’action à court terme au-dessus de toute autre considération. Les auteurs de *Accountable* citent des études qui soutiennent la notion selon laquelle « les entreprises qui servent bien les parties prenantes servent généralement bien les actionnaires aussi ». Ils posent la question de

manière paradoxale : « Le rendement financier est-il, à long terme, un objectif plus facile à atteindre lorsqu'on ne le vise pas directement et de manière obsessionnelle ? » Cela ressemble beaucoup à l'idée de *Grow The Pie*, selon laquelle la croissance du gâteau ne vise pas à maximiser les bénéfices, mais même sans viser cet objectif, elle y parvient souvent de toute façon.

Tout comme *Grow The Pie*, *Accountable* est ouverte à la critique. D'une exagération ici à une description superficielle là, *Accountable* souffre parfois, comme *Grow The Pie*, d'une simplification excessive d'idées complexes. Mais les deux livres valent la peine d'être lus.

like the *Grow The Pie* idea that growing the pie doesn't aim to maximise profits, but even without aiming to do so it often it succeeds in doing so anyway.

Just as *Grow The Pie* is vulnerable to criticism, so is *Accountable*. From an exaggeration here to a superficial description there, *Accountable* sometimes suffers, like *Grow The Pie*, from an oversimplification of complex ideas. But both books are worth reading.