

LE CAPITAL HUMAIN

FACTEUR CLE DE RESILIENCE ET DE DIFFERENCIATION



SOMMAIRE

	Synthèse	3
01	Le capital humain, au coeur de l'analyse ESG	4
	Des origines du concept aux implications actuelles	5
	L'enjeu clé de la transparence et de la standardisation de l'information pour l'investisseur	10
02	Parole d'expert	12
03	Le capital humain, un axe de recherche clé pour ODDO BHF Asset Management	17
	Une méthodologie propriétaire avec 4 axes d'analyse	18
	Le capital humain, créateur de valeur à moyen et long terme	23
	Glossaire	27
	Références	28
	Annexe	29
	A propos de ODDO BHF Asset Management	30
	Disclaimer	31

SYNTHESE

Alors que la pandémie de Covid-19 entraîne une flambée du chômage avec 400 millions d'emplois supprimés au 2e trimestre 2020¹ selon l'Organisation Internationale du Travail, un renforcement des inégalités sociales et enfin qu'elle démontre la fragilité des systèmes d'approvisionnement mondialisés, les entreprises sont plus que jamais amenées à assumer leur rôle sociétal et à adapter leurs conditions de travail afin de garantir la santé physique et mentale de leurs employés et de se positionner avantageusement dans le « monde d'après ».

Ainsi, le Forum Economique Mondial, dans un rapport paru en août 2020², identifie le capital humain comme « un facteur clé de différenciation » dans le monde du travail post-pandémie et considère que « si davantage d'entreprises avaient replacé l'humain au cœur de leur prise de décision pendant la pandémie, cela aurait conduit à de meilleurs résultats sociaux, économiques et commerciaux; la hausse du chômage aurait été moins importante, les gouvernements n'auraient pas eu besoin de fournir des incitations aussi importantes pour encourager les entreprises à ne pas licencier et les coûts pour le secteur public et les contribuables auraient été réduits ».

À l'échelle des entreprises, la crise sanitaire et économique sonne ainsi la fin d'un modèle trop orienté autour de l'actionnaire, qui n'accorde pas suffisamment de valeur au capital humain et qui sur le long terme génère des coûts pour l'entreprise ainsi que des externalités négatives pour la société.

En parallèle, les priorités des investisseurs responsables, auparavant très concentrés sur des problématiques environnementales (crise climatique, pollution, exploitation abusive des ressources) se recentrent désormais davantage sur les problématiques sociales (résilience du capital humain, adaptabilité de la chaîne d'approvisionnement).

Ces circonstances économiques nouvelles ont contraint les entreprises et les investisseurs à s'adapter et à reconnaître la nécessité de revaloriser le capital humain, mais ils restent confrontés à la difficile mesure de la valeur tangible de cet actif immatériel.

Pour ODDO BHF Asset Management, le capital humain est depuis le début de nos travaux de recherche une source clé de la croissance durable d'une entreprise, et son analyse est au cœur de notre méthode propriétaire d'analyse ESG, constituant 30% de la note ESG globale attribuée à une entreprise.

A l'instar des réflexions initiées depuis quelques années sur la comptabilité environnementale et la matérialisation financière du capital naturel, comme par exemple le travail réalisé par le groupe Kering depuis 2014³, la crise actuelle doit permettre d'accélérer les travaux sur la comptabilisation du capital humain. De ce point de vue, saluons le fait que le Forum Economique Mondial se soit emparé du sujet en proposant un cadre méthodologique, une avancée notable pour que le monde des entreprises évolue vers une comptabilité en triple capital : financier, naturel et humain.



Nicolas Jacob

Responsable de
la recherche ESG,
ODDO BHF Asset
Management SAS



Léa Miomandre

Analyste ESG,
ODDO BHF Asset
Management SAS

¹ « Covid-19 and the World of Work », 2020

² « Human Capital as an Asset : An Accounting Framework to Reset the Value of Talent in the New World of Work », 2020

³ <https://www.kering.com/en/sustainability/environmental-profit-loss/what-is-an-ep-l/>

1

LE CAPITAL HUMAIN,
AU COEUR DE
L'ANALYSE ESG

DES ORIGINES DU CONCEPT AUX IMPLICATIONS ACTUELLES

VERS UNE REEVALUATION DU ROLE DE L'EMPLOYE ET DE SON APPORT A L'ENTREPRISE

D'UN FACTEUR INTERCHANGEABLE ... A UN FACTEUR DE COMPETITIVITE

Au début du XXe, les conséquences de la révolution industrielle et l'avènement du fordisme, avec la division et standardisation du travail et l'automatisation croissante des chaînes de production, consacrent l'ère d'un capitalisme « efficace », qui considère le salarié comme un « facteur travail », certes nécessaire au processus de production mais sans importance individuelle et donc interchangeable. Dans cette optique et du fait du machinisme et de la déqualification du travail ouvrier, les salariés sont assimilables à **un mal nécessaire** et donc à un coût à limiter au maximum ; le capital humain est complètement exclu des théories de la croissance.

« S'il est évident que les gens acquièrent des compétences et des connaissances utiles, il n'est pas évident que ces compétences et ces connaissances constituent une forme de capital, que ce capital soit en grande partie le produit d'un investissement délibéré, [...] et que [sa] croissance pourrait bien être la caractéristique la plus distinctive du système économique. »

Théodore Schultz, prix Nobel d'économie, 1961

En 1964, les travaux d'un autre prix Nobel d'économie, Gary Becker, concluent que le travail, mais aussi la motivation, l'efficacité et la santé physique et morale des employés constituent une forme de capital à part entière, et que **ce capital est un patrimoine intangible propre aux individus**, et non à l'entreprise qui les emploie⁵. Becker considère l'employé comme un « **individu-investisseur** » doté d'une rationalité intertemporelle, capable notamment d'entreprendre une longue formation (et donc de renoncer à plusieurs années de salaire) afin de maximiser ses gains futurs.

Schultz comme Becker développent ainsi l'idée selon laquelle la formation des employés est un levier essentiel pour permettre l'amélioration de la rentabilité des entreprises, puisqu'elle a un impact déterminant sur le niveau de capital humain détenu par les employés, et donc sur leur niveau de productivité. Becker opère une distinction entre les **formations générales**, que l'individu peut faire valoir sur l'ensemble du marché du travail, et les **formations spécifiques**, qui augmentent sa productivité au sein de son entreprise mais n'ont pas

Les années 1960 marquent un tournant pour la valorisation des employés, désormais considérés comme **une ressource rare** qu'il s'agit de faire croître et de développer. En 1961, le prix Nobel d'économie Theodore Schultz utilise pour la première fois le terme de « Capital Humain » dans ses travaux sur la nature et les sources de la croissance⁴ ; il désigne par là le diplôme des employés, la maîtrise de certains outils, un "tour de main" spécifique et les compétences de gestion des cadres dirigeants. L'importance du capital humain est alors loin d'être reconnue.

ou peu de valeur en dehors de cette dernière. En théorie, une entreprise a ainsi surtout intérêt à financer des formations spécifiques et non générales, car ces dernières rendent un employé plus apte à être recruté ensuite par la concurrence.

La course à la compétitivité des années 1980 consacre l'employé comme une ressource cruciale à la stratégie de différenciation des entreprises; **la bonne gestion des ressources humaines devient par conséquent une priorité**. En 1981, Eric Flamholtz et John Lacey soulignent l'importance du capital humain dans ce contexte : celui-ci, qui englobe les "compétences, l'expérience et les connaissances des employés" peut selon eux avoir une "pertinence potentielle considérable" pour la gestion des ressources humaines⁶. Considérer que ce sont les personnes qui font la différence dans le jeu de la concurrence implique que **le capital humain représente pour les entreprises une forme d'actifs aussi essentielle que le capital financier**, qu'il faut dès lors attirer, développer, retenir et donc le suivre de près.

⁴ « Investment in human capital », 1961

⁵ « Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis with Special Reference to Education », 1964

⁶ « Human capital theory and human resources », 1981

VERS UN PARTAGE DES POUVOIRS PLUS EQUILIBRE ENTRE L'ENSEMBLE DES PARTIES PRENANTES

L'adoption de la Théorie du Capital Humain a eu **des conséquences importantes sur les structures de gouvernance** et les jeux de pouvoir à l'œuvre au sein des entreprises. Christopher Bartlett et Sumantra Ghoshal (2002) invitent ainsi à repenser la place et les prérogatives des employés (propriétaires de capital humain) **en symétrie avec celles des investisseurs** (propriétaires de capital financier) et recommandent de

s'écarter de l'idée selon laquelle les actionnaires ont des droits prioritaires sur la distribution de la valeur créée puisque les actifs financiers ne sont pas les seules ressources rares pour une entreprise⁷. La compensation financière des salariés n'est plus suffisante ; Bartlett et Ghoshal considèrent que ces derniers devraient jouer un rôle accru dans la gouvernance des entreprises.

LES DIFFERENTES STRATEGIES POSSIBLES DES ENTREPRISES VIS-A-VIS DU CAPITAL HUMAIN

Le Capital Humain est donc identifié depuis plusieurs décennies par les théoriciens comme un levier de création de valeur au sein des organisations. Cela ne va pourtant pas toujours de soi pour ces dernières. Thomas Kochan & al. (2013) identifient ainsi deux stratégies contradictoires adoptées par les entreprises dans la gestion du capital humain :

- L'une des stratégies, souvent privilégiée par les industries ultra-compétitives et intensives en main d'œuvre, consiste à adopter une politique agressive de bas salaires ; on parle de stratégie bas de gamme ou « **low road strategy** ». Le capital humain est ici uniquement perçu comme un coût à contrôler.
- L'autre stratégie, plus ambitieuse (« **high road strategy** »), considère le capital humain comme un atout et investit dans son développement afin de stimuler l'innovation, la qualité des produits et services et la productivité.

Kochan observe que les principaux obstacles à une adoption plus large de la seconde stratégie sont d'une part la **pression court-termiste** constante à laquelle sont soumis les cadres des entreprises cotées, qui les incite fortement à limiter les dépenses de personnel et de formation pour augmenter les marges au détriment de la création de valeur durable à long terme, et d'autre part **des contraintes** à l'encontre des entreprises qui adoptent des stratégies « low road » **encore trop limitées**.⁸

La professeure Fabienne Autier (2006) met quant à elle en avant trois stratégies actuelles mises en œuvre par les entreprises en matière de gestion du capital humain⁹ :

- **Dépréciation** : Certaines entreprises, en particulier dans l'économie des services, cherchent à réduire les coûts liés à leur gestion des ressources humaines et à affaiblir le pouvoir de négociation de leurs salariés. Ces entreprises tolèrent des niveaux élevés de turnover parce qu'elles considèrent que des individus spécifiques ne sont pas essentiels au succès de l'entreprise et que le coût d'un développement du capital humain l'emporte sur les avantages qu'elles en retireraient. Cette stratégie peut être efficace sur le plan financier, mais elle est de moins en moins socialement acceptable aujourd'hui.
- **Partenariat** : D'autres entreprises choisissent de faire des compromis avec leurs employés. Elles reconnaissent l'importance de ces derniers pour la création de valeur mais seulement dans une certaine mesure et ne leur accordent pas de pouvoir politique au sein de l'organisation. Ces entreprises cherchent à réduire leur taux de turnover et à augmenter la motivation et la loyauté de leurs employés.
- **Valorisation** : Enfin, certaines entreprises valorisent la stabilité à long terme de leur personnel et choisissent de développer l'engagement de leurs salariés afin de bénéficier de tout leur potentiel en termes de capital humain. Outre une politique de rémunération généreuse, elles donnent à leurs employés une "voix" au sein de l'entreprise. Ces entreprises ont souvent un faible taux de turnover mais aussi une plus grande dépendance à l'égard du capital humain de leurs employés.

⁷ « Building competitive advantage through people », 2002

⁸ « The Human Capital dimensions of sustainable investments », 2013

⁹ « Human Capital. Beyond the fad, what the analogy really tells », 2006

LE CAPITAL HUMAIN FACE AUX TRANSFORMATIONS DE L'ÉCONOMIE AU XXI^E SIÈCLE

Les années 1990 ont été marquées par l'avènement de « **l'économie du savoir** ». Le capital humain, notamment celui d'individus possédant des compétences rares et prisées par le marché, joue dans ce type d'économie un rôle prépondérant. Il n'est donc pas étonnant que **sa valeur supplante désormais celle des actifs physiques traditionnels** : selon une étude du EY Center for Board Matters parue en 2019¹⁰, les actifs immatériels, qui sont constitués de la culture de l'entreprise et du capital humain à sa disposition, représentent désormais en moyenne **52% de la valeur de marché des entreprises**.

La **révolution numérique**, corollaire de l'économie du savoir, a cependant des effets potentiellement très délétères pour les travailleurs : la montée en puissance de l'intelligence artificielle, de la robotique ou encore de l'informatique quantique a aussi entraîné l'automatisation et la digitalisation croissante des procédés de production dans la quasi-totalité des secteurs, y compris dans ceux traditionnellement très riches en capital humain. Cette machinisation du travail s'est accompagnée dans de nombreux cas de sa délocalisation et d'une pression accrue sur l'intégralité des systèmes de production due au raccourcissement du cycle de l'innovation. Ces phénomènes peuvent affaiblir le statut des travailleurs dans l'entreprise ; alors même que le capital humain des salariés tend à augmenter avec l'allongement de la durée des études, sa valeur est moins reconnue par les organisations car considérée moins fiable que la technologie.

LA RÉVOLUTION NUMÉRIQUE, FACTEUR AGGRAVANT DE POLARISATION DU FACTEUR TRAVAIL

Même si ces bouleversements économiques ne se traduiront pas nécessairement par une baisse nette du nombre d'emplois disponibles (puisque à la disparition d'emploi peu qualifiés devraient répondre la création de nouveaux emplois plus valorisants)¹¹, la révolution numérique risque d'introduire un **schisme entre porteurs de capital humain « basique »** aux faibles rémunérations, et **porteurs de capital humain ultra-qualifiés** jouissant de salaires élevés, conduisant à une explosion des inégalités et une intensification des tensions sociales. L'augmentation des inégalités est un **facteur de risque significatif** pour les investisseurs puisqu'elle déstabilise les systèmes financiers et

sociaux dans lesquels ces derniers opèrent, augmentant l'incertitude et entraînant une baisse de l'activité économique. Le professeur George Serafeim explique ainsi, dans un article co-écrit en 2019¹², que la prise en compte du capital humain par les investisseurs est d'autant plus cruciale pour permettre une **gestion adéquate des risques sur le long-terme**. Il souligne en particulier l'importance des politiques des entreprises en matière de formation et leur capacité à proposer à leurs salariés des **possibilités de requalification** (« reskilling ») en adéquation avec cet environnement de mutation technologiques rapides.

¹⁰ « How and why human capital disclosures are evolving », 2019

¹¹ Théorie de la « destruction créatrice » de Joseph Schumpeter

¹² « Human Capital and the Future of Work: Implications for Investors and ESG integration », 2019

L'ENTREPRISE EST AMENÉE A S'INTERROGER A NOUVEAU SUR SON RÔLE SOCIÉTAL

Le XXI^e siècle est ainsi marqué par l'évolution du rôle sociétal de l'entreprise.

À l'échelle internationale, l'entreprise et ses investisseurs sont depuis 2015 considérés comme un

maillon crucial pour parvenir à la réalisation des Objectifs de Développement Durables (ODD) de l'ONU. La gouvernance des entreprises et la bonne gestion du capital humain peut avoir un effet positif direct sur bon nombre des 17 ODD, parmi lesquels :



Le conseil mondial des affaires pour le développement durable (WBCSD), une coalition de multinationales qui ont intégré la réalisation des ODD à leurs stratégies globales, a rendu public le Protocole du Capital Social et Humain ¹³, un outil qui vise à identifier les meilleures

pratiques en matière de capital humain et à aider les entreprises à inclure cette réflexion dans leurs analyses de performance et leurs processus de décision. Le protocole met en particulier l'accent sur :

- Un **recrutement équitable** et une **rémunération appropriée** (ODD n°5, 8 et 10)
- Le **développement des compétences et du savoir-faire des employés** (ODD n°4), et en particulier la formation continue, la requalification (« reskilling ») et la montée en compétence (« upskilling »)
- La **santé et la sécurité** des employés, avec la mise en place d'un environnement professionnel adapté, la garantie d'un équilibre entre vie professionnelle et vie privée et une lutte proactive contre toute forme de harcèlement et de discrimination (ODD n°3, 5 et 10)
- Le respect du droit du travail et la surveillance de l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement afin de **garantir l'absence de toute forme de travail forcé** (ODD n°3, 8 et 10)

Loin d'être un fardeau supplémentaire, la contribution des entreprises aux ODD peut constituer une opportunité économique pour ces dernières. Une entreprise organisant la montée en compétence de ses salariés sur des technologies liées aux secteurs de la transition écologique (énergies renouvelables, efficacité énergétique, transports durables, éco-bâtiments...) peut ainsi se positionner sur des marchés à la fois nécessaires et prometteurs tout en contribuant significativement aux ODD n°4 et n°8.

L'économie des services à la personne (« care economy », contribuant aux ODD n°3, 4, 8 et 10), en forte croissance du fait de l'essor d'une classe moyenne

dans les économies émergentes et d'une population vieillissante faisant peser une pression accrue sur les systèmes de santé dans les pays industrialisés, constitue aussi une opportunité de retombées financières positives ; on peut notamment citer le secteur de l'éducation numérique qui incidemment est d'autant plus crucial à l'heure où une proportion non négligeable de la population mondiale reste confinée. Le capital humain est désormais reconnu comme un thème important par les investisseurs responsables. Pourtant, la matérialité de son impact sur la rentabilité des entreprises a longtemps été considérée difficile à mesurer voire disputée.

¹³ Social & Human Capital Coalition, «Social & Human Capital Protocol », 2019



LE CAPITAL HUMAIN DANS LA CRISE

Alors que le monde subit le plus grand choc sanitaire et financier depuis un siècle avec la pandémie de Covid-19, deux priorités se sont imposées aux entreprises en ce qui concerne le capital humain : garantir à la fois la sécurité des salariés et maintenir un environnement de travail efficace, flexible et bienveillant. Une récente étude du cabinet de conseil McKinsey met ainsi en évidence cinq axes vecteurs de résilience organisationnelle :

- **Amélioration des processus de recrutement :**
concentration des ressources sur le personnel disposant de compétences informatiques et recours accru à une main d'œuvre temporaire ou free-lance ; généralisation du recrutement à distance.
- **Renforcement de l'efficacité des formations internes :**
mise à niveau de l'ensemble du personnel en matière de compétences numériques essentielles et développement d'une culture organisationnelle agile ; efforts portés sur l'adaptation des personnels les plus affectés par le changement brutal de leurs conditions de travail (marketing, logistique...) au travers de formations spécifiques et ciblées.
- **Révision des systèmes de gestion de performance :**
amélioration des compétences d'encadrement des managers de proximité et remplacement de l'entretien individuel annuel par des points plus fréquents ; refonte de la stratégie de gestion des talents afin d'identifier plus finement les profils les plus performants.
- **Optimisation de l'expérience salariée :**
suivi accru du bien-être des employés, en particulier quand le télétravail tend à réduire la qualité des interactions et brouille la frontière entre vie professionnelle et vie privée, et mise en place d'outils permettant d'améliorer l'inclusion et l'engagement de l'ensemble des salariés.
- **Planification stratégique de l'évolution des effectifs :**
réévaluation de la hiérarchie des positions « essentielles », c'est-à-dire créatrices de valeur pour l'entreprise, post-pandémie et constitution d'un réservoir de compétences adapté à l'évolution rapide du travail ; suivi de l'évolution à la fois des performances et des compétences des salariés.



L'ENJEU CLE DE LA TRANSPARENCE ET DE LA STANDARDISATION DE L'INFORMATION POUR L'INVESTISSEUR

On observe une forme de paradoxe en ce qui concerne la divulgation des données relatives au capital humain: les investisseurs ne peuvent comprendre et valoriser les indicateurs liés au capital humain que si ces derniers sont fiables, standardisés et donc comparables, et ils n'ont pas de raison de réclamer davantage de données liées au capital humain si ils ne peuvent pas discerner leur impact sur la valeur de l'entreprise...Mais sans pression des investisseurs, les entreprises ne sont d'une part pas disposées à investir dans le développement de leur capital humain car elles considèrent que ce n'est pas suffisamment valorisé par le marché, et n'ont d'autre part aucune incitation à fournir des données détaillées, car elles peuvent considérer que c'est contreproductif. Pourtant, les entreprises comme les investisseurs tireraient un bénéfice immédiat d'une plus grande transparence en ce qui concerne le capital humain.

Les difficultés éprouvées par les investisseurs pour apprécier les investissements des entreprises dans leur capital humain sont en partie dues à la **nature qualitative de certaines facettes du capital humain**, dont l'impact direct sur la rentabilité des entreprises est plus difficile à appréhender.

LES INVESTISSEMENTS EN CAPITAL HUMAIN ETANT COMPTABLEMENT INVISIBLES, HORMIS SUR LES COUTS, LE LIEN AVEC LA PERFORMANCE ECONOMIQUE ET FINANCIERE DE L'ENTREPRISE RESTE MAL APPREHENDED PAR LES INVESTISSEURS

Cette forme de « *data blindness* » est aussi causée dans une certaine mesure par les règles comptables en vigueur, qui ont tendance à **pénaliser les investissements dans les actifs incorporels en les assimilant à des coûts pour l'entreprise**. Contrairement à toutes les autres grandes catégories d'investissements que les entreprises font pour améliorer leur productivité et leur rentabilité futures (les infrastructures, la recherche et le développement...), les investissements dans le développement du capital humain ne sont ni comptabilisés séparément, ni déclarés publiquement.

Néanmoins, de nouvelles initiatives au niveau international militent pour une amélioration de la prise en compte de la valeur du capital humain à l'avenir. La **norme ISO 30414** intitulée Management des ressources humaines - Lignes directrices sur le bilan du capital humain à l'attention des parties prenantes internes et externes - publiée en 2018 est la première permettant aux entreprises d'**évaluer la contribution réelle de leur capital humain à la création de valeur**.

De son côté, le Sustainability Accounting Standard Board (SASB), leader en matière d'établissement de normes comptables intégrant les critères ESG, a lancé

en 2019 un projet de recherche sur le capital humain visant à **établir un cadre comptable permettant d'identifier les impacts financiers matériels liés à la gestion du capital humain**. Ce projet, qui va s'intéresser au traitement comptable de l'ensemble des porteurs de capital humain (temps plein, temps partiel, contractuel) ainsi qu'à la prise en compte de la matérialité financière des questions de diversité et d'inclusion, devrait permettre d'améliorer la fiabilité et la comparabilité des informations relatives au capital humain. Ces nouvelles ou futures normes constituent une avancée majeure mais ne sont pas contraignantes pour les entreprises.

Côté réglementaire, la SEC (Securities and Exchange Commission) a proposé en 2019 une modification des règles de divulgation pour obliger les entreprises américaines à communiquer de manière uniformisée sur les données relatives au capital humain. Cette obligation est déjà inscrite dans la loi européenne : la directive 2014/95/EU relative à l'information extra-financière oblige toute entreprise européenne de plus de 500 salariés à communiquer entre autres sur ses pratiques envers l'ensemble de ses parties prenantes à travers l'ensemble de sa chaîne de production et de sous-traitance.



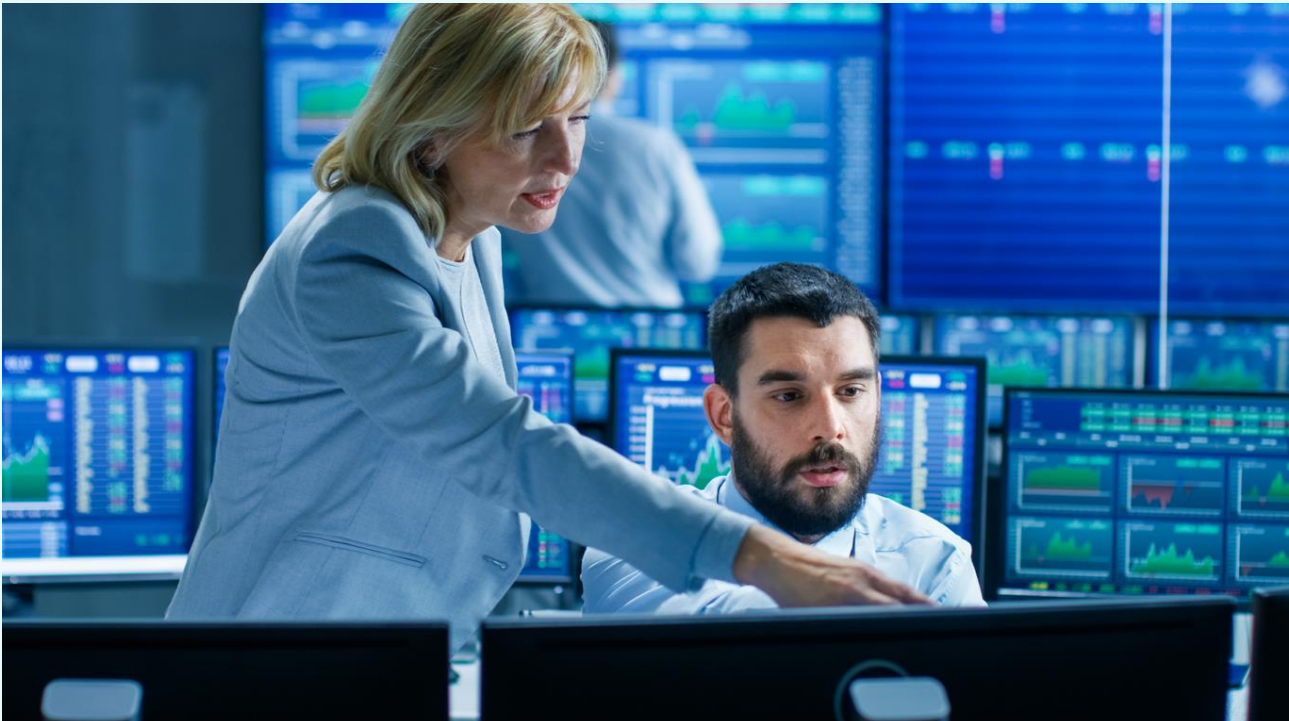
LA NORME ISO 30414 – MANAGEMENT DES RESSOURCES HUMAINES

La norme ISO 30414 établit des lignes directrices pour les entreprises concernant la saisie, la mesure, l'analyse et la communication des données relatives au capital humain. Ceci devrait permettre d'améliorer la standardisation et par conséquent la bonne prise en compte de ces informations par les investisseurs.

Cette approche normalisée doit permettre notamment la comparabilité des données et une meilleure compréhension de la rentabilité financière et non financière générée par des investissements dans le capital humain.

L'établissement du bilan du capital humain s'articule autour de 11 lignes directrices :

- La conformité et l'éthique
- Les coûts
- La diversité
- Le leadership
- La culture organisationnelle
- La santé, sécurité et bien-être au sein de l'entreprise
- La productivité
- Le recrutement, mobilité et renouvellement du personnel (turnover)
- Les compétences et aptitudes
- La planification de la relève
- La disponibilité de la main-d'œuvre



2

PAROLE D'EXPERT

La contribution des capitaux immatériels à la création de valeur est encore difficile à appréhender, alors que ces derniers peuvent constituer un véritable levier de croissance pour les entreprises. A contrario, l'affaire Boohoo en juillet 2020, lorsque des allégations portant sur des niveaux de rémunérations très insuffisants et de grave manquement à la santé et à la sécurité des salariés en pleine pandémie ont conduit à une chute brutale du cours de bourse de l'entreprise, rappelle l'importance pour les investisseurs d'une méthode d'analyse rigoureuse du capital humain afin d'anticiper les risques que sa mauvaise gestion fait peser sur les performances des entreprises.

Nous remercions vivement Stéphane Trébuçq, Professeur des Universités et titulaire de la Chaire « Capital humain et performance globale » de l'Université de Bordeaux, de nous apporter son éclairage d'expert sur l'analyse du capital humain.

ODDO BHF AM : Qu'englobe selon vous la notion de Capital Humain ?

Stéphane Trébuçq : Le capital humain est une notion multidisciplinaire, au carrefour de l'économie, de la psychologie et des ressources humaines, et on a par conséquent tendance à aboutir à un concept « valise » doté d'une définition quasi-disciplinaire. Les travaux de Lepak & Snell (1999) et de Ployhart (2014) sont selon moi fondamentaux pour élaborer une définition moderne de la notion de capital humain. Ployhart définit le capital humain comme l'ensemble des connaissances, des compétences, des capacités et « autres » (i.e. les dimensions psychologiques) d'un individu, et établit une différence entre le capital humain et les **Ressources en Capital Humain**, qui désignent les ressources véritablement **mobilisables au service du projet stratégique de l'entreprise**. Lepak & Snell mettent quant à eux en valeur les alternatives au capital humain « interne » des entreprises : ces dernières peuvent certes acquérir du capital humain en embauchant des salariés, mais aussi par le biais d'**alliances** avec des partenaires externes. À mon sens, **une erreur fondamentale est en effet d'assimiler le capital humain aux seuls salariés de l'entreprise**. L'ensemble des partenaires de l'entreprise (start-ups, sous-traitants, consultants à plein temps, fournisseurs, voire même clients...) constitue pour elle une précieuse ressource en capital humain, qui bien souvent n'est pas captée par les outils de mesure comptables, ni par les critères ESG traditionnels qui ont tendance à se concentrer sur la rémunération, la formation et le bien être des salariés uniquement. Je pense qu'il serait pertinent d'adopter une vision élargie du Capital Humain, et d'insister sur sa **dimension multi-niveaux** : le capital humain existe au niveau individuel mais également au niveau des équipes de travail, au niveau managérial et au niveau des parties prenantes externes. C'est la capacité à activer des

connaissances en contact avec l'ensemble des parties prenantes qui est véritablement créatrice de valeur pour l'entreprise.



ODDO BHF AM : Quelles sont les dimensions du capital humain que les investisseurs responsables doivent prendre en compte en priorité ?

Stéphane Trébuçq : Le modèle des 3C développé par la Chaire « Capital humain et performance globale » de l'université de Bordeaux identifie les trois piliers du capital humain : **Compétences**, **Comportement** et **Créativité**. La capacité d'une entreprise à capter le capital humain des individus dotés des meilleures **compétences** est aujourd'hui intimement liée à la qualité du recrutement d'une part et au concept d'*open innovation*, qui consiste à rapatrier un capital humain extérieur au profit de l'entreprise, notamment via des partenariats ou des concours avec des start-up ou des étudiants de grandes écoles. Cette approche permet de dépasser les limites créatives associées aux grands groupes, dans lesquels un certain bureaucratisme tend à s'appliquer. Je suis convaincu que les solutions innovantes en matière de capital humain viennent aujourd'hui de l'extérieur. La notion de **comportement** joue également un rôle très important, car il a été établi que la sociabilité des

salariés et la qualité de la culture d'une entreprise sont des éléments fondamentaux de sa réussite économique. A ce titre, je suis en désaccord avec une certaine vision comptable qui considère qu'on pourrait ramener le capital humain uniquement à des flux financiers. Si on prend l'exemple de deux individus de même profil, formés au même endroit et embauchés par des entreprises similaires, l'apport en capital humain peut en effet être énormément affecté par la **qualité du management** et les capacités de leadership des patrons. Cette importance fondamentale de la culture d'entreprise et de la qualité du management n'est qu'imparfaitement captée par l'approche comptable qui se concentre sur les salaires et les dépenses de formation. La **créativité**, par laquelle j'entends la flexibilité et l'agilité des salariés, ainsi que les modalités de l'organisation du travail (« Quelle place accorde-t-on aux nouvelles idées ? Comment sont-elles accueillies par le management ? »), est aussi généralement très mal renseignée dans les rapports extra-financiers, et les investisseurs responsables gagneraient à s'y intéresser davantage. Ce qui est intéressant, c'est de se pencher sur les liens entre le capital humain et les autres formes de capitaux. C'est à mon sens une des limites des méthodologies ESG, il n'y a pas de vision transverse du capital humain dans l'analyse des politiques environnementales et de gouvernance des entreprises (piliers E et G) : comment le conseil d'administration s'approprie-t-il les défis liés au capital humain ? Comment les salariés sont-ils formés aux problématiques environnementales ?



ODDO BHF AM : Capital immatériel en général et capital humain en particulier tendent à être sous-estimés et sous-valorisés dans l'analyse des entreprises. Quel est selon vous le meilleur moyen de rendre la valeur du capital humain des entreprises plus visible ? A quel indicateur se fier ?

Stéphane Trébucq : Les indicateurs utilisés par les investisseurs responsables sont dépendants de la qualité – encore médiocre – des données communiquées par les entreprises. Un indicateur comme le degré de satisfaction des employés est par exemple parfaitement inutile pour le moment, car il n'y a pas de standardisation de l'information et les méthodologies employées diffèrent fortement. Il est également intéressant de noter que dans le contexte actuel de « **guerre des talents** », où l'entreprise cherche à s'approprier un capital humain rare et difficilement imitable, elle n'est pas incitée à communiquer sur ses bonnes pratiques auprès des investisseurs socialement responsables, puisqu'elle peut considérer que l'obtention d'une bonne note ISR ne vaut pas le risque de voir ses méthodes imitées par ses concurrents. Il faut cependant relativiser cette dépendance, car à mesure que les investisseurs sont capables de développer leur propre questionnaire, ils peuvent aboutir à une vision plus riche et qualitative que celle perçue par les indicateurs. On a pu observer un début de réponse au problème de fiabilité et de transparence des données liées au capital humain avec l'établissement de la norme ISO 30414 (« Management des Ressources Humaines : lignes directrices sur le bilan du capital humain interne et externe »), qui propose de regarder des problématiques liées à l'éthique, aux coûts, au leadership, à la diversité, à la culture organisationnelle, à la santé... Ce qui manque en réalité, c'est un « **Human Capital Disclosure Project** » sur le modèle du Carbon Disclosure Project, qui permettrait aux investisseurs de demander un plus grand nombre d'informations, dans un cadre standardisé et de façon beaucoup plus détaillée, ce qui à terme entraînerait la création d'indicateurs plus précis et pertinents.



ODDO BHF AM : L'avènement de l'économie du savoir implique un déplacement du centre de création de valeur du capital physique au capital intellectuel et conduit notamment à la suprématie des industries fondées sur la haute technologie. Cela se traduit souvent par la montée en puissance de l'intelligence artificielle et une automatisation croissante du travail, ce qui peut conduire à une explosion du nombre de « laissés pour compte de la 4^e révolution industrielle ». De quelle manière une meilleure prise en compte du capital humain par les entreprises et plus largement par la société peut-elle permettre d'éviter cette crise sociale majeure ?

Stéphane Trébucq : L'avènement de l'Intelligence Artificielle met le capital humain en danger : il est aujourd'hui possible de robotiser une partie du capital humain, qu'on va alors qualifier de « capital humain de substitution » ou encore « **capital humain synthétique** ». Une partie du capital humain a déjà disparu. Comment résister ? Les investisseurs responsables doivent savoir rester pragmatiques, **éviter d'adopter un raisonnement global** et prendre en considération le fait que le capital humain ne va pas avoir la même importance selon les secteurs d'activités et les modèles d'affaires. Dans certaines industries très robotisées, l'enjeu n'est pas d'avoir des idées nouvelles mais de produire beaucoup et à bas coût, et le capital humain n'est donc pas fondamental dans ce cadre. Dans d'autres secteurs moins robotisés, le capital humain sera également sans doute en perte de vitesse dans les années à venir, et il est important d'être attentif aux stratégies de digitalisation déployées par les entreprises. En effet, il faut garder en tête le fait que l'arrivée de **l'intelligence artificielle entraîne des coûts cachés pour l'entreprise** : certes, la diminution de capital humain qu'elle implique va dans un premier temps lui permettre de réaliser de

substantielles économies, mais cela va dans un second temps s'avérer très coûteux car elle perd en créativité et en agilité. Enfin, certaines industries particulières (la mode, le design) continueront de reposer fortement sur le capital humain rare d'individus dont le génie est assimilé à l'identité même de l'entreprise. Si ces entreprises apparaissent pour le moment relativement épargnées par les dérives sociales d'une ère dominée par la machine, il convient de rester vigilant car ce capital humain unique constitue également une prise de risque maximale pour l'entreprise : en cas de défaillance, les dommages réputationnels sont très importants, comme on a pu le voir lors de l'affaire Galliano.



ODDO BHF AM : Quels sont selon vous les mécanismes liés au management du Capital Humain qui peuvent permettre de faciliter la résilience des entreprises pendant la crise que nous traversons ?

Stéphane Trébucq : À l'échelle de l'entreprise, le capital humain joue un rôle fondamental, à la fois pour se préparer en amont, résister pendant la crise et rebondir ensuite. La satisfaction des salariés a un impact fort sur la résilience de l'entreprise, car elle entraîne une plus grande créativité, une meilleure communication, moins de parasitisme social et plus d'efficacité dans le collectif. Le sentiment de justice organisationnelle (i.e. le sentiment d'être considéré et rémunéré de manière appropriés vis-à-vis des efforts consentis) est aussi très important pour l'engagement, la motivation et l'efficacité des salariés. Le sentiment de propriété psychologique est également fondamental et peut être renforcé par la mise en place d'un actionnariat salarié. Capital humain et actionnariat salarié se renforcent mutuellement ; l'adhésion au projet de l'entreprise est accrue lorsque le salarié possède des parts dans

l'entreprise. Cela a été démontré mais il n'y a pas encore d'approche harmonisée et scientifique pour la mesure de ce phénomène. Cela étant dit, la résilience des entreprises à la crise du Covid-19 n'est pas uniquement liée au capital humain : dans certaines industries, les actifs matériels jouent un rôle équivalent voire plus important que le capital humain, ce qui relègue son rôle à la marge dans les stratégies de résilience. Le capital humain va jouer un rôle plus important dans les sociétés de services qui ont tendance à employer des salariés surdiplômés.



ODDO BHF AM : Pensez-vous que l'évolution des relations entre employeur et employé durant la crise de la Covid-19 conduira à une refonte du contrat social ? Quelles en seront les modalités ?

Stéphane Trébucq : La théorie du contrat social considère que l'entreprise a un contrat implicite avec la société : la société donne du pouvoir à l'entreprise pour que celle-ci crée de la valeur vis-à-vis de la société en retour. **La contribution de l'entreprise à la société dépasse le simple profit**, elle est aussi appelée à protéger l'environnement et ses salariés. Attention, protéger les salariés ne signifie pas forcément les garder au sein des effectifs de l'entreprise, il s'agit surtout de **protéger et développer leur employabilité en général** et de leur permettre ainsi de trouver un emploi ailleurs en cas de besoin. La crise actuelle change les bases de ce contrat social de plusieurs manières. D'abord, le télétravail a poussé à l'extrême la vision des entreprises comme réseau de liens entre les différents individus. On voit que ce mode de communication a amené les employés à se poser la question du sens de leur travail ; certains ont pu se sentir moins utiles qu'en temps normal et questionner la valeur de leur contribution. Je crois que c'est sur ce **travail de sens** et d'amélioration du dialogue que les dirigeants doivent s'atteler. On observe aussi une

certaine tendance à l'aplatissement de la pyramide hiérarchique et à une attention plus aigüe portée à une **philosophie humaniste du management** : pendant le confinement, les managers ont porté davantage attention à la santé de leurs collaborateurs, induisant une amélioration de la qualité des échanges. Certains managers vont avoir envie de transformer leur approche, même s'il faut se méfier d'un effet de généralisation, parce qu'on a vite fait de retomber dans des routines organisationnelles établies de longue date. Si certaines entreprises engagent une réflexion sur la transformation de leurs méthodes de travail, il y a des chances que cela se traduise par des modifications positives pour le capital humain. Mais si aucun temps n'est consacré à la réflexion sur ces questions, si les dirigeants n'évoquent pas ces transformations, la philosophie globale du contrat social n'aura pas changé significativement. Il faut garder à l'esprit qu'une entreprise en crise, qui a des problématiques beaucoup urgentes à traiter, va avoir tendance à « tomber dans le panneau » en considérant que la qualité des relations sociales n'est ni prioritaire ni stratégique. Je pense qu'il y a une **dimension humaniste** sous-jacente au concept de capital humain. Ceux qui considèrent que la notion de « capital » constitue un dévoiement de la valeur des employés par le capitalisme n'ont selon moi rien compris au concept : on parle de capital humain pour souligner la possible accumulation de connaissances dans le temps. Le capital humain, contrairement au Talent Management, concerne tout le monde, c'est une notion démocratique.



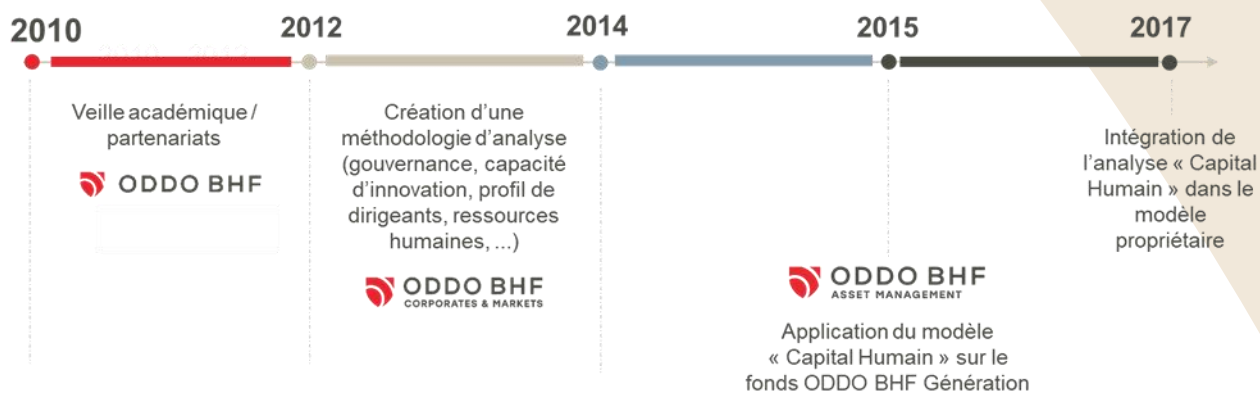
3

LE CAPITAL HUMAIN, UN AXE
DE RECHERCHE CLE POUR
ODDO BHF ASSET
MANAGEMENT

Le groupe ODDO BHF est engagé depuis une quinzaine d'années dans la recherche extra-financière, d'abord au sein de son métier d'intermédiation, puis dans son activité de gestion d'actifs depuis la signature des PRI en 2010. Plaçant les sujets de gouvernance et de capital humain au cœur de nos recherches, cette expérience nous a permis de mener des travaux sur divers actifs immatériels de l'entreprise, des ressources humaines à l'innovation, en passant par le profil du dirigeant.

UNE METHODOLOGIE PROPRIETAIRE AVEC 4 AXES D'ANALYSE

Investisseur de long terme et de convictions, ODDO BHF Asset Management est convaincu qu'une analyse approfondie du capital humain est une étape indispensable pour la bonne connaissance des entreprises. En parallèle à la qualité de la gouvernance et des organes de contrôle, nous considérons le capital humain comme facteur clé de la bonne exécution de la stratégie à long terme d'une entreprise, et donc de sa capacité à créer de la valeur pour ses actionnaires et l'ensemble des parties prenantes. Issue d'un processus de recherche collaboratif au sein du groupe ODDO BHF, notre méthodologie propriétaire est partie intégrante de notre modèle d'analyse ESG¹⁴ depuis 2017.



Source : ODDO BHF Asset Management

S'appuyant sur une veille académique de longue date¹⁵ et sur le constat que les investisseurs concentraient le plus souvent leur analyse sur la qualité du management et sur la seule personne du dirigeant et sa capacité à délivrer, nos recherches se sont orientées vers une définition large du capital humain :

- La prise en compte croissante du facteur humain : l'individu et son environnement de travail (Elton Mayo¹⁶), la motivation au travail (Abraham Maslow¹⁷) ;
- Une définition large du management : une entreprise est créée et dirigée par des personnes physiques et pas seulement par des organisations et des processus (Peter Drucker¹⁸) ;
- Le leadership : faire passer l'intérêt de l'entreprise avant son propre intérêt (Jim Collins¹⁹).

Ainsi, notre modèle d'analyse du capital humain est partagé entre données quantitatives et qualitatives, et passe en revue les critères les plus matériels sur l'ensemble de l'organisation autour de quatre axes : le/la dirigeant(e) ; le Comité exécutif ; l'organisation intermédiaire ; les ressources humaines.

¹⁴ Voir modèle interne en annexe

¹⁵ ODDO BHF est sponsor et membre du Jury des Prix FIR-PRI de la recherche académique en Finance Durable

¹⁶ « Human Problems of an Industrial Civilization », 1933

¹⁷ « A Theory of Human Motivation », 1943

¹⁸ « Practice of Management », 1954

¹⁹ « From Good to Great », 2001

LES 4 AXES D'ANALYSE DU CAPITAL HUMAIN



1

- Profil
- Organisation de la succession
- Vision et leadership

2

- Taille
- Composition et fonctionnement (diversité cognitive)
- Gestion des réorganisations
- Intégration des acquisitions
- Participation au capital

3

- Complexité
- Capacité à générer de la croissance organique
- Capacité d'innovation

4

- Dysfonctionnements et risques sociaux
- Politique de gestion RH (turnover, formation, accidents, ...)
- Productivité
- Actionnariat salarié

Source : ODDO BHF Asset Management



LE PROFIL DU DIRIGEANT

LE CEO IDEAL A ASSURE SA SUCCESSION, EST FIABLE, ANTISTAR, VISIONNAIRE ET LEADER

Un dirigeant fiable et compétent, qui fait preuve de cohérence entre son discours et ses actions, est nécessaire à la bonne performance de toute entreprise sur le long terme. Notre modèle se concentre donc sur les indicateurs qui permettent d'identifier les dirigeants dotés d'un **parcours crédible** et dont les accomplissements passés témoignent d'une **capacité à porter et assumer des décisions courageuses** pour le bien de l'entreprise. La **dimension « antistar »** du dirigeant est aussi selon nous un élément déterminant de son efficacité à son poste : nous pénalisons ainsi les individus qui multiplient les mandats externes à l'entreprise et qui font preuve d'une surexposition médiatique. Les dirigeants les mieux notés dans notre modèle sont des individus **visionnaires**, portés sur l'innovation et capables d'impulser une culture entrepreneuriale, qui sont dotés d'un fort pouvoir de conviction et sont ainsi à même de fédérer l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise autour d'un projet commun.





L'ORGANISATION DE LA SUCCESSION DU DIRIGEANT

La question de l'organisation de la succession doit être en haut de la feuille de route du dirigeant et du Conseil d'Administration de l'entreprise. Le refus par un dirigeant d'envisager l'organisation de sa succession (planification à terme, scénario B en cas de crise du type accident, ...), quelle que soit sa performance, est un signal négatif car il traduit que le succès de l'individu, le CEO en l'espèce, compte plus que le succès et l'avenir de l'entreprise.

Cette analyse du plan de succession a d'autant plus d'importance que :

- Le CEO se rapproche de l'âge de 65 ans ;
- Et/ou qu'il termine deux mandats et/ou 10 ans à la tête de l'entreprise.

Nous apprécions les successions organisées en interne sauf dans le cas exceptionnel d'une profonde crise de gouvernance, de dilemme stratégique ou de blocage en interne. Idéalement, un dirigeant depuis plus de 8 ans dans l'entreprise et ayant occupé plusieurs niveaux de responsabilités, en particulier des responsabilités opérationnelles, a toutes les chances pour que sa nomination au poste de CEO soit un succès pour lui et surtout pour l'entreprise et ses actionnaires. Nous valorisons dès lors les entreprises qui savent organiser l'émergence de dirigeants qui ont fait leurs preuves en interne. À l'opposé, les nominations "politiques" issues de l'externe concentrent les risques d'échec ou de faible performance.



LE COMITE EXECUTIF

Notre modèle d'analyse valorise les entreprises avec un Comité exécutif d'une taille optimale (10 à 12 personnes pour une entreprise de moyenne ou grande capitalisation) afin d'éviter un risque de dilution des responsabilités, et un taux de rotation annuelle de 10 à 20%. Nous sommes également attentifs à l'historique en matière d'intégration des acquisitions et de gestion des restructurations. Nous pénalisons les démarches réactives et non ciblées ne témoignant pas d'une réflexion stratégique sur le long terme et n'entraînant le plus souvent aucune création de valeur. Enfin, nous considérons que la participation au capital des membres du Comité exécutif, permettant d'associer les dirigeants au risque financier, favorise l'alignement des intérêts avec ceux de l'entreprise sur le long terme.



LA DIVERSITE COGNITIVE DU COMITE EXECUTIF

Nous recommandons un certain niveau de diversité cognitive au sein des Comités exécutifs. En effet, des recherches académiques ont depuis longtemps démontré que la diversité des profils au sein d'une équipe de direction permet de prendre les meilleures décisions possibles dans des environnements économiques de plus en plus complexes et incertains.

Cette diversité cognitive peut prendre diverses formes :

- Diversité des fonctions représentées (opérationnelles, fonctions supports ...) ;
- Un étalement par âges, favorisant par ailleurs les processus de succession (40, 50, 60 ans)
- En fonction de la taille, de l'exposition géographique et de la stratégie de développement de l'entreprise : genre, nationalités, expertises, formations initiales.





ORGANISATION ET MANAGEMENT INTERMEDIAIRE

Nous évaluons favorablement les entreprises dotées d'un organigramme relativement simple où le **nombre limité des niveaux de management** permet d'identifier clairement la répartition des rôles et des responsabilités. Cela va de pair avec la capacité de l'entreprise à empêcher une explosion des coûts liés aux fonctions supports, qui est une situation fréquente dans les firmes arrivées à maturité qui tendent ainsi à perdre en agilité.

L'organisation de l'entreprise doit lui permettre de générer une **croissance organique** durable. Il s'agit d'un bon indicateur de réduction du risque pour l'investisseur, la croissance organique se faisant avec des risques sociaux et/ou culturels limités et sans comparaison avec les opérations de croissance externe, en particulier dans le cas de fusions entre égaux.

Enfin, la **capacité d'innovation** est un autre facteur clé de différenciation et de performance sur le long terme, permettant, au moins partiellement et temporairement, de limiter la guerre par les coûts et la pression concurrentielle. Pour l'investisseur, la capacité d'innovation doit permettre de générer davantage de croissance de chiffre d'affaires et/ou de pricing power. Les indicateurs que nous suivons, avec une importance variable selon les secteurs, sont les efforts de R&D, le nombre de brevets déposés, ou encore le pourcentage de chiffre d'affaires réalisé avec des nouveaux produits ou services.



LES RESSOURCES HUMAINES

FORMATION, MOBILITE INTERNE, ACTIONNARIAT SALARIE ... AUTANT D'INDICATEURS FAVORISANT L'ATTRACTIVITE D'UNE ENTREPRISE

Notre modèle d'analyse ESG prête particulièrement attention aux éventuels **dysfonctionnements et risques sociaux** dans les entreprises. Nous nous intéressons entre autres à la gravité et à la fréquence des accidents du travail, au taux d'absentéisme, au taux de rotation du personnel, à la fréquence et à la durée des grèves.... Ces indicateurs sont rapportés au secteur et à la localisation géographique de l'entreprise afin d'éviter tout biais d'interprétation.

La **gestion des ressources humaines** occupe une place privilégiée dans notre système de notation : nous sommes notamment attentifs aux politiques mises en place en matière d'égalité homme-femme et de diversité, aux dispositifs de rémunération et de formation des employés ainsi qu'aux opportunités qui leur sont données en termes de mobilité interne. Une bonne gestion des ressources humaines conditionne l'**attractivité** d'une entreprise et sa capacité à recruter des salariés compétents, loyaux et motivés.

Une gestion des ressources humaines appropriée se traduit aussi par un bon niveau de **productivité des employés**, qui peut être notamment mesuré par des indicateurs tels que le chiffre d'affaires par employé ou la marge opérationnelle par employé.



L'ACTIONNARIAT SALARIE

L'actionnariat salarié, qui tend à augmenter l'engagement des salariés et par ricochet la capacité de l'entreprise à attirer et retenir ses « talents » constitue selon nous l'une des clés d'une gestion optimale du capital humain en entreprise.

On entend par actionnariat salarié la détention d'actions en propre de l'entreprise par un nombre significatif de salariés en plus de l'équipe dirigeante. Cet indicateur est particulièrement positif si :

- Au moins 25% des salariés sont actionnaires ;
- Au moins 3% du capital est détenu par les salariés de l'entreprise.



LE CAPITAL HUMAIN, CREATEUR DE VALEUR A MOYEN ET LONG TERME

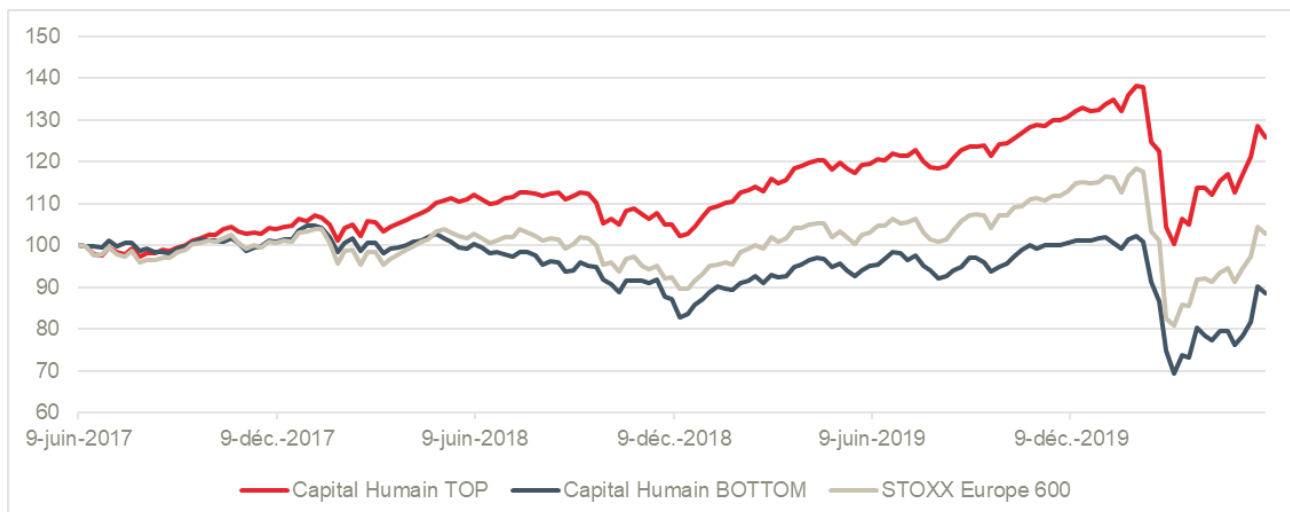
UNE MATERIALITE FINANCIERE QUI SE CONFIRME

Parmi les 700 entreprises couvertes par notre modèle d'analyse propriétaire jusqu'à présent (données de juin 2020), nous avons identifié celles qui sont les mieux notées (4/5 ou 5/5) sur le pilier « capital humain » et qui bénéficient également d'une bonne note ESG globale (4/5 ou 5/5). Les 101 entreprises correspondantes à ces critères composent le panier « TOP ».

A l'inverse, nous nous sommes également intéressés aux performances des entreprises les moins bien notées dans notre modèle (1/5 ou 2/5 sur les piliers « capital humain » ainsi que sur la note ESG globale) : 49 entreprises correspondent à ces critères et composent le panier « BOTTOM ».

Notre analyse se concentrant principalement sur les moyennes et grandes valeurs européennes, il est pertinent de comparer les performances de ces deux paniers avec l'indice DJ Stoxx Europe 600. On constate une très nette surperformance du panier « TOP » au cours des trois dernières années (+25,8%), que ce soit en comparaison avec le Stoxx Europe 600 (2,9%) ou avec le panier « BOTTOM » (-11,5%). Cette observation tend donc à confirmer qu'une bonne gestion du capital humain est source de performance et de création de valeur supérieure à moyen et long terme, tandis qu'à l'inverse les effets pernicioeux liés à une stratégie défailante en matière de capital humain peuvent avoir des effets délétères sur les performances financières des entreprises.

PERFORMANCES COMPAREES DES PANIERS « TOP » ET « BOTTOM » SUR 3 ANS



Source : ODDO BHF Asset Management

Notre analyse rejoint les résultats de travaux antérieurs à l'exemple de ceux conduits par Laurie Bassi (2004)²⁰ qui concluent qu'une politique RH de bonne qualité entraîne une surperformance boursière, indiquant une

véritable relation de causalité entre la mise en place d'une stratégie adéquate de capital humain et de solides performances financières.

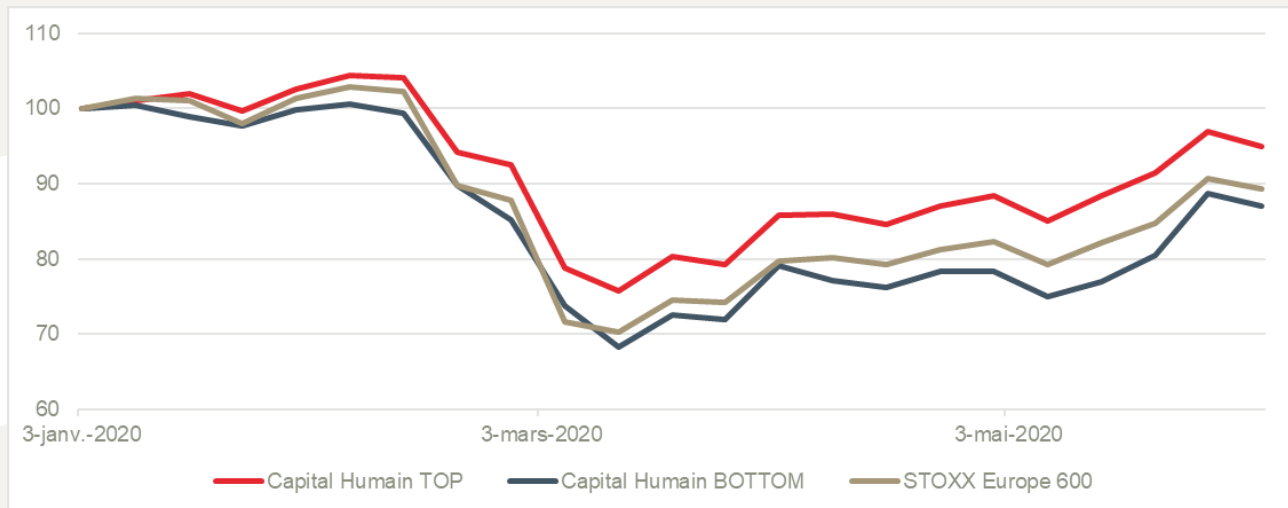
²⁰ «The impact of US Firms' Investments in Human Capital on Stock Prices », 2004

UNE SOURCE DE RESILIENCE EN PERIODE DE CRISE

La comparaison des paniers « TOP » et « BOTTOM » sur la période récente est également riche d'enseignements : pendant le premier semestre 2020, soit au plus fort de la première vague de la pandémie de Covid-19 et alors que les mesures de quarantaine

avaient entraîné l'arrêt de la plupart des industries et plongé l'économie mondiale dans une crise d'une ampleur inédite, les performances du panier « TOP » ont bien moins chuté (-5,1%) que celles de l'indice (-10,7%) et du panier « BOTTOM » (-13%).

PERFORMANCES COMPAREES DES PANIERS « TOP » ET « BOTTOM » AU S1 2020



Source : ODDO BHF Asset Management

Cette résistance accrue des entreprises dotées d'une stratégie adéquate en matière de capital humain en période de crise fait écho aux résultats d'une étude conduite par Kim & Ployhart à la suite de la Grande Récession de 2008²¹, dans laquelle les auteurs démontrent une corrélation positive entre le niveau

d'investissement dans le capital humain et la résilience des entreprises, et concluent que les entreprises qui investissent dans leur capital humain en période de turbulence économique surclassent systématiquement leurs pairs en matière de performance financière.

²¹ «The effects of staffing and training on firm productivity and profit growth before, during and after the Great Recession », 2014

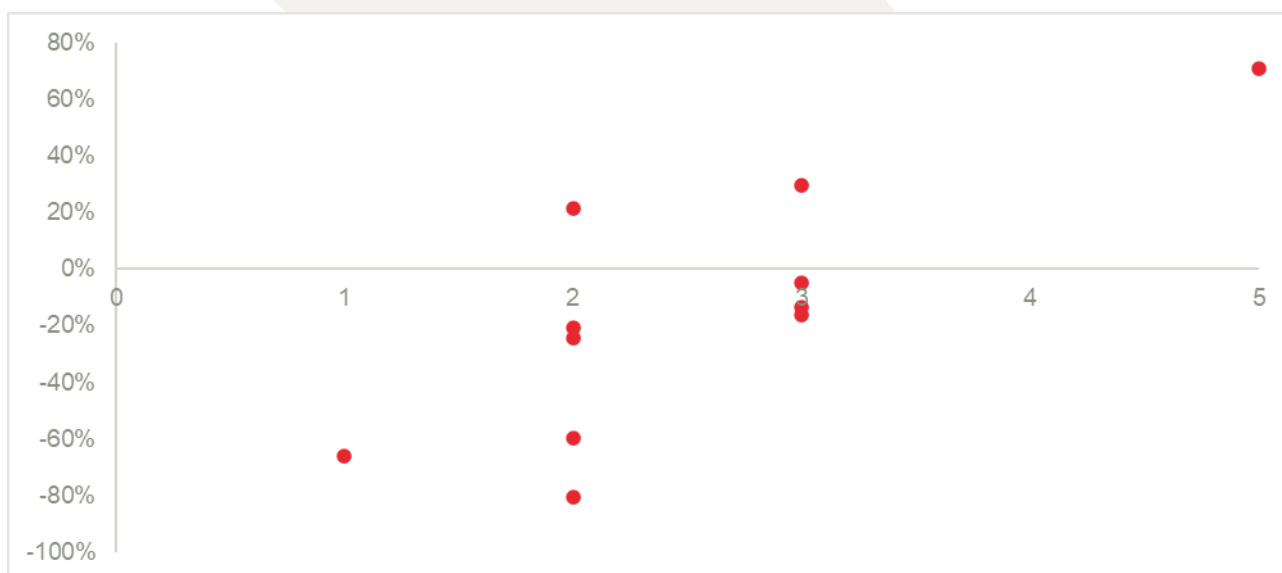
ETUDE DE CAS : L'IMPACT DU CAPITAL HUMAIN SUR LES INDUSTRIES EN TRANSITION

Nous avons également cherché à étudier le lien entre capital humain et performance financière dans deux secteurs en transition, l'automobile et le commerce de détail. Nous avons ainsi sélectionné des entreprises (principalement européennes) appartenant à ces deux secteurs et étudié l'éventuelle corrélation entre les notes « Capital Humain » de notre modèle interne (axe des abscisses) et leur performance boursière au cours des trois dernières années (axe des ordonnées).

L'industrie automobile, très consolidée et globalement en difficulté, fait face à une double tendance qui la contraint à se réinventer, avec d'une part le déclin des

ventes de véhicules depuis deux ans (situation fortement aggravée par la crise du Covid-19) et d'autre part le renforcement des réglementations environnementales, notamment dans l'Union Européenne, qui pousse les entreprises à investir massivement dans la recherche et développement sur les véhicules électriques afin d'améliorer leur bilan carbone. L'industrie fait régulièrement face à diverses problématiques sur le plan du capital humain, principalement en raison des fréquentes accusations de collusion et de pratiques anti-compétitives qui remettent en question l'intégrité du top management.

CORRELATION ENTRE LA PERFORMANCE BOUSIERE ET LA NOTE CAPITAL HUMAIN SUR LE SECTEUR AUTOMOBILE



Source : ODDO BHF Asset Management

Il est intéressant de constater que plus de 80% les entreprises ayant une notation inférieure à la moyenne sur le critère « Capital Humain » (note : 1/5 ou 2/5) ont eu une performance financière négative au cours des trois dernières années.

Le secteur du commerce de détail est l'un des plus durement touché par les conséquences économiques de la pandémie de Covid-19, en raison de chaînes d'approvisionnement complexes et mondialisées et de la fermeture des points de ventes dans de nombreux

pays lors des phases de confinement. Cette situation a accéléré la tendance à la digitalisation de l'industrie et l'explosion du commerce en ligne. L'industrie du commerce de détail est concernée par de nombreux enjeux liés au capital humain, notamment la garantie de conditions de travail appropriées (rémunération, santé, sécurité...) à travers l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement. Les entreprises du secteur sont également fréquemment confrontées à des accusations de pratiques discriminatoires et d'entrave à la liberté d'association.

CORRELATION ENTRE LA PERFORMANCE BOURSIERE ET LA NOTE CAPITAL HUMAIN SUR LE SECTEUR COMMERCE DE DETAIL



Source : ODDO BHF Asset Management

On observe que 75% des entreprises bien notées sur le plan du capital humain (note : 4/5 ou 5/5) ont connu des performances financières positives au cours des trois dernières années, alors que c'est seulement le cas de 28,5% des entreprises moins bien notées (note : 1/5 ou 2/5) sur ce critère.

Si une analyse isolée du capital humain des entreprises n'est pas suffisante pour estimer leur rentabilité future, ce critère peut cependant constituer un indicateur pertinent de mesure des risques opérationnels auxquels sont exposées ces dernières. La thématique du capital humain, qui touche à toutes les strates de l'entreprise et ses relations avec ses diverses parties prenantes, offre

ainsi un mode de compréhension plus fin qui ne doit pas être négligé.

Révolution technologique, évolutions sociétales, capacité de résilience des organisations dans un monde instable, tout plaide pour une mesure standardisée permettant de valoriser le capital humain dans la création de valeur des entreprises. ODDO BHF Asset Management place le capital humain au cœur de sa méthodologie d'analyse extra-financière depuis de nombreuses années, et nous suivrons avec intérêt les travaux et avancées sur la comptabilité en triple capital : financier, naturel et humain.



GLOSSAIRE

Actifs immatériels : Il s'agit de l'ensemble des actifs sans aucune constitution physique mais qui contribuent aux revenus générés par une entreprise. Ce terme regroupe l'ensemble des éléments relevant de la propriété intellectuelle, du capital humain et des autorisations administratives.

Economie du savoir : Ce terme désigne une période économique ayant débuté dans les années 1970 et marquée par la prédominance des industries fondées sur le savoir et la manipulation de l'information. Selon l'OCDE, cela regroupe les industries de haute technologie ainsi que l'ensemble des sociétés de services et du secteur des banques et des assurances.

ESG : les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance permettent de déterminer la contribution sociétale d'une entreprise et sont désormais couramment utilisés par les investisseurs pour compléter l'analyse des performances financières des entreprises, afin de parvenir notamment à une meilleure compréhension des risques inhérents à leurs activités.

HCMC : La Coalition pour la Gestion du Capital Humain („Human Capital Management Coalition“) est un groupe d'investisseurs représentant 2,6 trillions de dollars d'actifs sous gestion et qui milite pour une meilleure prise en compte du capital humain par les investisseurs. La coalition a notamment adressé une pétition à la US Securities and Exchange Commission („SEC“) en 2017 pour demander un renforcement des obligations légales de divulgation d'indicateurs extra-financiers des entreprises.

ODD : Les Objectifs de Développement Durable sont un ensemble de 17 objectifs mondiaux établis par les Nations Unies en 2015 pour la période 2020-2030. Les ODD sont conçus pour répondre aux défis du développement durable à l'échelle mondiale et couvrent donc de multiples problématiques telles que la pauvreté, l'accès à l'eau, la faim, les inégalités, le changement climatique, la dégradation de l'environnement, la paix et la justice...

Open Innovation : Ce concept désigne les méthodes de recherche & développement fondées la collaboration avec des parties prenantes extérieures à l'entreprise, ce qui permet à la fois de partager le risque mais également de contribuer au partage libre des savoirs (c'est une démarche fréquemment adoptée par les acteurs de l'économie solidaire)

SASB : Le Sustainability Accounting Standards Board est une organisation développant des normes de comptabilité adaptées à la demande croissante des investisseurs pour les thématiques liées à l'ESG.

SEC : La Securities & Exchange Commission est le „gendarme de la bourse“ américain, chargé de la réglementation et du contrôle des marchés financiers.

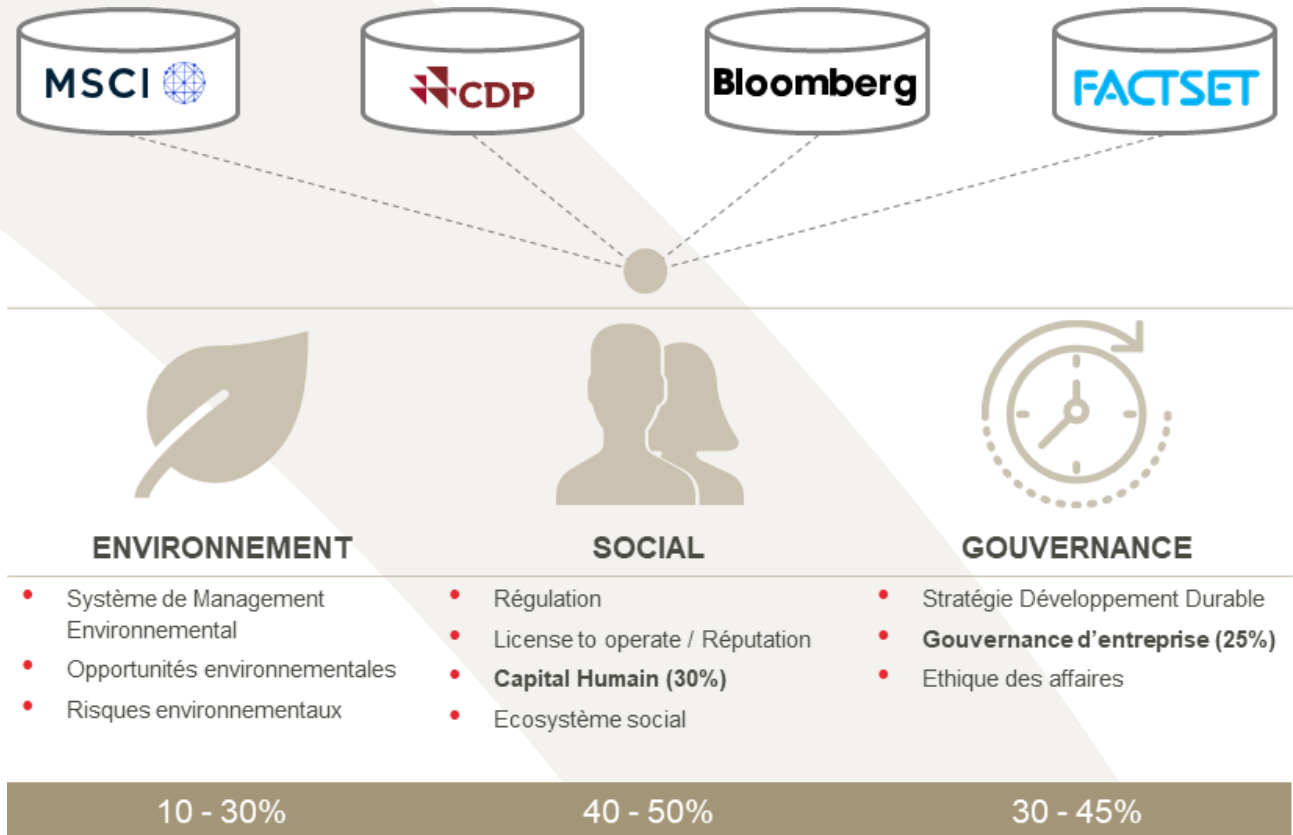
WBCSD : Le Conseil mondial des affaires pour le développement durable („World Business Council for Sustainable Development“) est une coalition de 190 multinationales fondée à la suite du sommet de la Terre de Rio (1992) et cherchant à promouvoir le développement durable.

REFERENCES

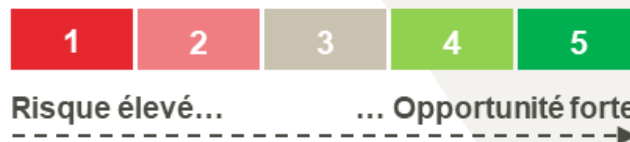
- Autier Fabienne**, Human Capital. Beyond the fad, what the analogy really tells, 2006
- Bartlett Christopher & Ghoshal Sumantra**, Building competitive advantage through people, MIT Sloan Management Review, 2002
- Bassi Laurie & al.**, The impact of US Firms' Investments in Human Capital on Stock Prices, 2004
- Becker Gary**, Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis with Special Reference to Education, University of Chicago Press, 1964
- Collins Jim**, Good to Great: Why Some Companies Make the Leap...and Others Don't, 2001
- Drucker Peter**, The Practice of Management: The Changing World of the Executive, 1954
- Elton Mayo George**, The human problems of an industrial civilization, 1933
- EY Center for Board Matters**, How and why human capital disclosures are evolving, 2019
- Flamholtz Eric & Lacey John**, Human capital theory and human resources, University of California: Los Angeles, 1981
- Kim Youngsang & Ployhart Robert**, The effects of staffing and training on firm productivity and profit growth before, during and after the Great Recession, 2014
- Kochan Thomas, Appelbaum Eileen & al.**, The Human Capital dimensions of sustainable investment: what investment analysts need to know, 2013
- Kotsantonis Sakis & Serafeim George**, Human Capital and the Future of Work: Implications for Investors and ESG integration, 2019
- Maslow Abraham**, A Theory of Human Motivation, 1943
- McKinsey & Company**, « HR says talent is crucial for performance – and the pandemic proves it », 2020
- Organisation Internationale du Travail**, Covid-19 and the World of Work, 2020
- Schultz Theodore**, Investment in human capital, The American Economic Review, 1961
- Schumpeter Joseph**, Capitalism, Socialism and Democracy, 1942
- World Economic Forum & Willis Towers Watson**, Human Capital as an Asset: An Accounting Framework to Reset the Value of Talent in the New World of Work, 2020

ANNEXE

NOTRE MODELE D'ANALYSE ESG



Echelle de notation interne mesurant le « **risque d'exécution** »



A PROPOS DE ODDO BHF ASSET MANAGEMENT

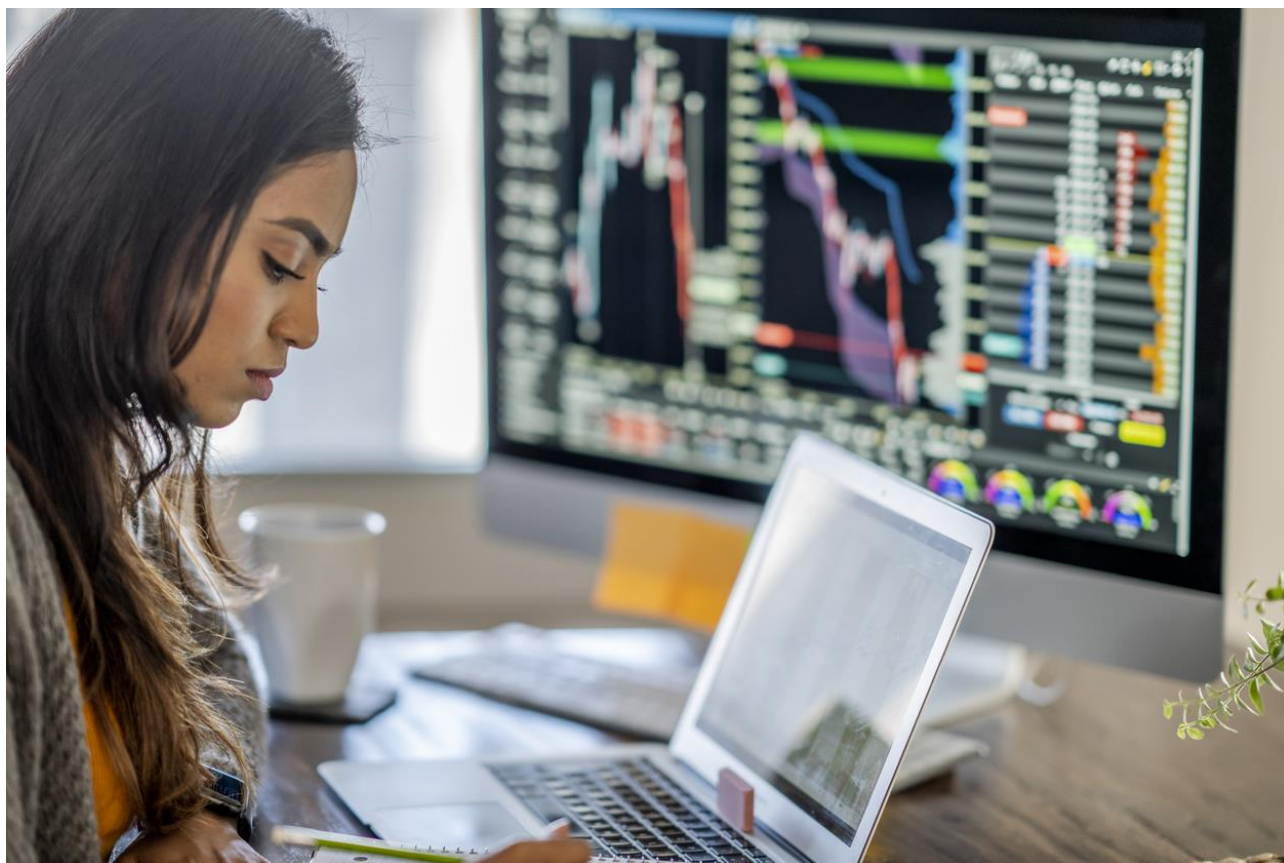
ODDO BHF Asset Management fait partie du groupe financier franco-allemand ODDO BHF fondé en 1849.

ODDO BHF AM est un leader indépendant de la gestion d'actifs en Europe. Il regroupe les entités ODDO BHF AM GmbH en Allemagne, ODDO BHF AM SAS, ODDO BHF PRIVATE EQUITY en France et ODDO BHF AM Lux au Luxembourg qui ensemble gèrent des actifs totalisant près de 55,9 milliards d'euros.

ODDO BHF AM propose à ses clients institutionnels et distributeurs une gamme unique de solutions d'investissement performantes couvrant les principales classes d'actifs, les actions européennes, les stratégies quantitatives, les obligations et les solutions d'allocation d'actifs.

Sur une base agrégée, 61% des actifs sous gestion proviennent de clients institutionnels et 39% de partenaires de distribution. Les équipes opèrent à partir des centres d'investissement de Düsseldorf, Francfort et Paris avec des implantations supplémentaires au Luxembourg, à Milan, Genève, Zurich, Stockholm, Madrid et Abu Dhabi.

ODDO BHF AM met l'accompagnement de ses clients sur le long terme au cœur de ses priorités. Son indépendance permet aux équipes d'être réactives, flexibles et innovantes afin de trouver en permanence des solutions adaptées aux besoins des clients.



DISCLAIMER

ODDO BHF AM est la branche de gestion d'actifs du Groupe ODDO BHF. Elle est la marque commune des quatre sociétés de gestion juridiquement distinctes ODDO BHF AM SAS (France), ODDO BHF PRIVATE EQUITY (France), ODDO BHF AM GmbH (Allemagne) et ODDO BHF AM Lux (Luxembourg).

Ce document, à caractère promotionnel, est établi par ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS. Sa remise à tout investisseur relève de la responsabilité exclusive de chaque distributeur ou conseil. L'investisseur potentiel doit consulter un conseiller en investissement avant d'investir dans une stratégie. L'attention de l'investisseur est attirée sur le fait que toutes les stratégies présentées ne sont pas autorisées à la commercialisation dans tous les pays. L'investisseur est informé que les stratégies présentent un risque de perte en capital, mais aussi un certain nombre de risques liés aux instruments/stratégies en portefeuilles. La valeur de l'investissement peut évoluer tant à la hausse qu'à la baisse et peut ne pas lui être intégralement restituée. L'investissement doit s'effectuer en fonction de ses objectifs d'investissement, son horizon d'investissement et sa capacité à faire face au risque lié à la transaction. ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS ne saurait également être tenue pour responsable de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. Les informations sont données à titre indicatif et sont susceptibles de modifications à tout moment sans avis préalable.

Les opinions émises dans ce document correspondent à nos anticipations de marché au moment de la publication du document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle d'ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS.



ODDO BHF Asset Management SAS

12 boulevard de la Madeleine – 75440 Paris Cedex 09 France – Tél. : +33 (0)1 44 51 85 00.

am.oddo-bhf.com