

Enjeux Economiques en Entreprise

RSE par Vernimmen

Jean-Louis GUILLET

Master Administration des
Entreprises (IGR-IAE de Rennes)

Ancien responsable de centre de
profit en électronique



RSE

*« Nous n'héritons pas de la terre de nos parents,
nous l'empruntons à nos enfants »*

Antoine de Saint-Exupéry

RSE

La finance : verte, responsable et durable ?

- Introduction Vernimmen 2019 -

Jean-Louis GUILLET

3

RSE

La finance : verte, responsable et durable ?



Cette année, nous aurions pu vous parler de ce qui va bien :

- les marges des entreprises au plus haut depuis bien longtemps, environ 16 % pour la marge d'exploitation des 200 plus grandes entreprises européennes cotées selon Exane BNP Paribas... ;
 - conséquences d'une conjoncture économique qui est bien meilleure en Europe qu'elle ne l'a été depuis 2008... ;
 - elle-même résultante de politiques monétaires non conventionnelles arrêtées aux États-Unis et en voie de l'être en Europe, compte tenu d'une meilleure situation économique ;
 - de la réforme fiscale américaine qui libère des sommes considérables pour financer l'innovation et non plus le gouvernement américain¹ et de la baisse des taux d'impôt sur les sociétés en Europe qui devrait avoir des effets similaires ;
 - des progrès dans la coopération internationale pour lutter contre la fraude et l'évasion fiscales ;
- etc.

Jean-Louis GUILLET

4

RSE

Nous pourrions aussi vous parler de ce qui va moins bien comme :

- certaines poches de survalorisation d'actifs (la valorisation de l'action Hermès à 42 fois son résultat net 2018 attendu nous laisse songeurs, malgré toutes les qualités de cette entreprise ; l'immobilier à Hong Kong, l'immobilier commercial aux États-Unis, etc.) ;
- le fait que le financement des LBO soit redevenu un financement d'actifs comme dans les années avant 2007, et non un financement sur *cash-flow*, avec la disparition des tranches A et des tranches B devenues pour la plupart remboursables *in fine*² ;
- la montée de l'endettement de marché des entreprises chinoises passé de 69 Md\$ en 2007, à 2 000 Md\$ fin 2017³,

etc.

Mais finalement tout ceci n'est que le reflet d'un positionnement dans le cycle économique à un moment donné. Et dans quelques années, ceci aura été oublié.

¹ En mettant fin au régime de l'imposition mondiale qui conduisait à parquer hors des États-Unis des sommes considérables investies en bons du Trésor américain principalement. Une fois rapatriées aux États-Unis, ces sommes seront principalement distribuées aux actionnaires qui les réinvestiront dans des sociétés ayant besoin de capitaux propres pour financer leur expansion et leurs innovations.

² Voir le paragraphe 49.19.

³ *Rising corporate debt : Peril or promise?* McKinsey 2018.

Jean-Louis GUILLET

5

RSE

En revanche, ce qui n'aura pas été oublié à notre avis, c'est que les années 2017 et 2018 marquent l'accélération irréversible des préoccupations écologiques, sociales et durables au sein de la finance, et en particulier de la finance d'entreprise ; au point que l'on peut prédire, paraphrasant avec un peu de grandiloquence André Malraux, que la finance d'entreprise sera à l'avenir verte, responsable et durable ou qu'elle ne sera pas !

...

Voici quelques faits de 2018, parmi d'autres, qui illustrent cette accélération dans la prise de conscience écologique, sociale et durable dans le monde financier :

1/ Les analystes financiers du plus grand fonds souverain d'investissement du monde, The Fund de Norvège qui dispose de 870 Md€ d'actifs sous gestion, lorsqu'ils rencontrent les dirigeants de l'une des 9 146 entreprises dans lesquelles le fonds est actionnaire, ou envisage de le devenir, sont dorénavant accompagnés d'analystes ESG (critères environnementaux, sociaux et de gouvernance) ;

2/ La Commission européenne a publié en mars 2018 « sa stratégie pour amener le système financier à soutenir les actions de l'Union Européenne en matière de climat et de développement durable » qui passe par :

« – établir un langage commun pour la finance durable, autrement dit un **système de classification unifié (taxinomie) de l'UE**, afin de définir ce qui est durable et d'identifier les domaines dans lesquels les investissements durables peuvent avoir la plus forte incidence ;

– créer des **labels de l'UE pour les produits financiers verts**, sur la base de ce système de classification de l'UE : les investisseurs pourront ainsi déterminer facilement les investissements qui respectent des critères de faibles émissions de carbone ou d'autres critères environnementaux ;

Jean-Louis GUILLET

6

RSE

- clarifier l'**obligation, pour les gestionnaires d'actifs et les investisseurs institutionnels**, de tenir compte des aspects de durabilité dans le processus d'investissement et renforcer leurs obligations en matière de publication d'informations ;
 - imposer aux entreprises d'assurance et aux entreprises d'investissement d'informer leurs clients sur la base de leurs préférences en matière de durabilité ;
 - intégrer la **durabilité dans les exigences prudentielles** : les banques et les entreprises d'assurance sont une source de financement externe importante pour l'économie européenne. La Commission examinera s'il est envisageable de recalibrer les exigences de fonds propres applicables aux banques (le « facteur de soutien vert ») pour les investissements durables, lorsque cela se justifie du point de vue du risque, tout en veillant à préserver la stabilité financière ;
 - renforcer la transparence en matière de **publication d'informations par les entreprises** : nous proposons de réviser les lignes directrices relatives à la publication d'informations non financières, afin de les aligner davantage sur les recommandations formulées par le groupe de travail du Conseil de stabilité financière sur la publication d'informations financières relatives au climat. »
- 3/ Larry Fink, président de Blackrock, qui est le plus grand gestionnaire d'actifs au monde avec plus de 5 300 Md€ gérés pour le compte de ses clients, a écrit dans sa lettre de 2018 aux dirigeants des plus grands groupes du monde :

Jean-Louis GUILLET

7

RSE

« La société exige que les entreprises, cotées ou non, servent un objectif sociétal. Pour prospérer avec le temps, chaque entreprise doit non seulement délivrer des résultats financiers, mais aussi montrer en quoi elle apporte une contribution positive à la société. Les entreprises doivent bénéficier à toutes leurs parties prenantes, y compris les actionnaires, les employés, les clients et les communautés dans lesquelles ils opèrent. »

Déjà en 2016, Larry Fink avait écrit : « Sur le long terme, les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) – allant du changement climatique à la diversité en passant par l'efficacité du conseil – ont des impacts financiers réels et quantifiables. »

4/ La Banque Postale Asset management a annoncé qu'en 2020 la totalité de sa gestion d'actifs, 220 Md€, allait basculer en ISR (investissement socialement responsable).

. . .

On peut se demander pourquoi cette forte accélération a lieu maintenant et non pas il y a trois ou quatre ans, ou dans quatre à cinq ans. Difficile à dire. Comme toute lame de fonds, celle-ci naît de plusieurs facteurs, se développe lentement, progressivement puis, à partir d'un moment, jaillit et bouscule tout sur son passage.

Il est indéniable que la crise financière de 2007-2008 a profondément marqué les esprits, probablement beaucoup plus qu'on ne le pensait et sensiblement plus qu'aucune autre crise financière, mis à part celle de 1929. Elle a naturellement marqué les directeurs financiers dans leur pratique de gestion financière (voir le chapitre 41). Elle a aussi profondément marqué le grand public qui a retenu que les *subprimes*¹, c'était endetter ses clients au-delà du raisonnable, en faisant supporter le risque pris par les autres, afin de s'enrichir soi-même, et après moi le déluge. Moralement inacceptable. Plus jamais cela.

Jean-Louis GUILLET

8

RSE

L'urgence écologique est un autre facteur : l'épuisement des ressources de la Terre probablement surestimée compte tenu de l'ingéniosité humaine, et le réchauffement climatique, dont il est à craindre en revanche qu'il soit sous-estimé.

Enfin, la désaffection pour les idéologies, les difficultés grandissantes des États à tenir leurs rôles traditionnels depuis l'après-guerre de protection et de répartition, font que les individus cherchent désormais du sens là où ils passent l'essentiel de leur vie après le sommeil : dans leur travail. En particulier les plus jeunes dont beaucoup cherchent une mission et non un travail, un mentor plutôt qu'un chef et veulent avoir de l'impact, du sens, dans ce qu'ils font. On attend donc beaucoup plus de l'entreprise aujourd'hui qu'hier. D'où par exemple, le rapport de Nicole Notat et Jean-Dominique Senard, *Entreprise et intérêt général*, qui affirme que l'entreprise a une raison d'être et qu'elle contribue à l'intérêt collectif. Sur ce dernier point, la France était en retard par rapport à certains pays européens (Italie, Grande-Bretagne) ou aux États-Unis qui ont créé la possibilité pour les entreprises de devenir des *Public Benefit Corporations*.

Sans être cyniques, ne négligeons pas également les comportements moutonniers que nous connaissons bien en finance. Les annonces se répondent les unes aux autres avec des objectifs toujours plus ambitieux. Ne nous en plaignons pas, mais il va falloir maintenant délivrer.

¹ Pour nos jeunes lecteurs, voir *La Lettre Vernimmen.net* n° 60 d'octobre 2007, ou le film *The Big short*.

RSE

Quelles formes concrètes prend tout ceci ?

Au niveau des investisseurs, les préoccupations de l'investissement socialement responsable, ISR, ont commencé à apparaître dès le XVIII^e siècle au sein de communautés religieuses (quakers, méthodistes) qui interdisaient à leurs membres d'investir dans des entreprises fabriquant des armes, de l'alcool ou du tabac. En France, le plus ancien outil d'investissement ISR est le FCP de partage, Faim et Développement, créé en 1983 par le CCFD¹.

Aujourd'hui en France, Novethic recense 404 fonds ISR en France, regroupant 135 Md€, soit une progression de 14 % par rapport à 2016 et une multiplication par 15 depuis 2005. C'est à la fois, beaucoup et peu, si on le compare au montant des fonds détenus par les investisseurs institutionnels français (2 200 Md€²) qui, par ailleurs, déclarent à plus de 50 % prendre en compte les informations extra-financières dans leurs décisions de placement³.

Les investisseurs, l'AFG⁴ et le Forum pour l'investissement responsable ont ainsi défini l'ISR : « L'ISR (Investissement Socialement Responsable) est un placement qui vise un impact social et environnemental en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable quel que soit leur secteur d'activité. En influençant la gouvernance et le comportement des acteurs, l'ISR favorise une économie responsable. »

RSE

Nous écrivons au paragraphe 9.20 que d'un point de vue strictement financier, les hommes et les femmes les plus importants au sein de l'entreprise sont les actionnaires. L'ISR en est une illustration car, en surpondérant ou en sous-pondérant, voire en éliminant totalement des entreprises de leurs portefeuilles, les investisseurs, comme d'autres parties prenantes, exercent une pression sur les entreprises. À un investisseur qui lui demandait publiquement s'il était plus intéressé par la durabilité de sa société ou de celle de la planète, le président de Shell a répondu que son groupe ne devait plus se définir comme un groupe pétrolier et gazier, mais comme « an energy transition company », confirmant ainsi une évolution vers un monde à bas carbone qui n'est pas propre à ce groupe pétrolier. De la même façon, les banques européennes et certaines compagnies d'assurances (Allianz, Axa) ont cessé de financer la production d'électricité à partir de charbon.

En parallèle, la responsabilité sociale des entreprises (RSE) a été définie, par exemple par l'Union européenne, comme : « L'intégration volontaire des préoccupations sociales et écologiques des entreprises à leurs activités commerciales et leurs relations avec leurs parties prenantes. Être socialement responsable signifie non seulement satisfaire pleinement aux obligations juridiques applicables, mais aussi aller au-delà et investir "davantage" dans le capital humain, l'environnement et les relations avec les parties prenantes ».

Jean-Louis GUILLET

11

RSE

Des critères, dits ESG, environnementaux, sociaux et de gouvernance, ont été définis afin de permettre aux investisseurs ISR de sélectionner les entreprises qui leur paraissent les plus vertueuses, et aux entreprises d'agir concrètement dans le sens de leur RSE. Ainsi la stratégie *Best in Class* préconise d'investir au sein d'un secteur dans les entreprises les plus performantes d'un point de vue ESG. La stratégie *Best effort* est moins radicale dans sa sélection car elle inclut plus largement les entreprises avec les meilleures progressions en ESG. La stratégie *norm-based*

1 Comité Catholique contre la Faim et pour le Développement.

2 Selon l'Association française des investisseurs institutionnels, AFI.

3 Dans l'enquête annuelle 2017 de l'AFI.

4 Association Française de Gestion financière qui regroupe les professionnels de la gestion de portefeuille pour compte de tiers.

Jean-Louis GUILLET

12

RSE

screening fixe des standards ESG minimum pour qu'une entreprise puisse être incluse dans un portefeuille.

Au niveau du financement de l'entreprise, les volumes de financements verts ou responsables sont encore marginaux pour l'instant, mais en très forte croissance. Sont ainsi concernés, les obligations vertes (voir paragraphe 22.21), les prêts verts (voir paragraphe 23.9) et les obligations responsables (voir paragraphe 22.21).

Les obligations vertes (*green bonds*) sont, d'un point de vue de leurs flux financiers, des obligations classiques. L'innovation n'est donc pas financière ! Leur statut vert provient du fait que l'émetteur s'engage à utiliser les fonds pour des investissements ou des dépenses positives pour l'environnement (tels que définis par l'entreprise, généralement assistée d'un cabinet indépendant). Les obligations sociales ou responsables, quant à elles, financent des projets à connotation sociétale.

Le suivi des dépenses et l'affectation d'une source de financement à un emploi particulier exigent une organisation spécifique inhabituelle pour la direction financière. Cette organisation a un coût. Mais comme les investisseurs ne sont pas prêts à acheter les obligations vertes à un prix supérieur à celui d'une obligation classique, ce surcoût est supporté par l'entreprise.

Les obligations vertes, sociales ou plus généralement responsables sont normées par l'ICMA¹ qui publie des *Green Bonds Principles* et *Social Bonds Principles*. Cette normalisation est importante car les investisseurs s'y réfèrent pour démontrer qu'ils investissent bien en ISR et que ces obligations peuvent rentrer dans leurs fonds ou leurs poches d'actifs dédiées à ces investissements.

Jean-Louis GUILLET

13

RSE

Les entreprises disposent d'un autre outil financier pour mettre en avant leur politique ESG : les lignes de crédit confirmées (RCF²) ou les prêts à terme verts ou responsables. Contrairement aux obligations, ces financements n'impliquent pas une utilisation des fonds dans des projets ESG (ce serait compliqué car ces lignes sont la plupart du temps pour les grands groupes des lignes de *back up* non tirées). Leur aspect ESG vient du fait que leur coût (et donc la rémunération des banques) dépend de l'atteinte d'objectifs ESG par l'entreprise. La pertinence de ces objectifs est initialement validée par une agence tierce et sujet d'un contrôle durant la vie du crédit. Notons que ces produits sont un effort ESG tant pour l'entreprise que pour la banque qui la finance ! À ce stade, la variabilité de la marge de crédit due au respect ou non des objectifs ESG est quand même très faible, quelques points de base seulement.

Malgré cela, on notera que les produits de financement de type ESG sont aussi un outil de mobilisation en interne des collaborateurs de l'entreprise : les objectifs ESG deviennent plus concrets car leur non-respect s'accompagne d'une sanction financière (faible) et d'un impact psychologique certainement non négligeable.

...

Cette évolution n'est bien sûr pas sans difficulté : comment apprécier, noter et classer les entreprises selon des critères ESG ? Quels critères sont les plus pertinents et pour qui ? Certainement l'appréciation doit se faire par secteur : une entreprise dans l'agro-alimentaire n'aura pas les mêmes

¹ International Capital Markets Association.

² Voir le paragraphe 23.8.

Jean-Louis GUILLET

14

RSE

enjeux ESG qu'une entreprise dans la production d'énergie. Des agences se sont développées pour noter les entreprises sur leur politique ESG (Vigeo Eiris, Cicero et Sustainalytics), les agences de notation classiques et les cabinets d'audit essaient également d'occuper ce terrain tout comme les agences de certification (Bureau Veritas, SGS), alors que des normes (ISO) devraient être lancées.

Une difficulté à laquelle les entreprises doivent se confronter reste l'absence d'une méthode homogène ou évolutive dans le choix de ces critères. Ainsi, de nouveaux critères apparaissent (parfois par effet de mode ou parce que des nouvelles polémiques surgissent) et les entreprises doivent se montrer agiles si elles souhaitent conserver leur notation ou certification.

Un des problèmes soulevés par les obligations vertes ou sociales, est que les fonds levés doivent être fléchés vers des investissements ESG. Ils sont donc faciles à émettre pour des entreprises affichant de lourds investissements (énergie, immobilier, ...), mais beaucoup plus complexes à mettre en œuvre pour les industries de matière grise (quel investissement d'une agence de publicité pourrait être qualifié de vert ou de social?). Dans le cadre actuel, ces entreprises se trouvent donc largement privées de cet outil, même si, par ailleurs, elles peuvent afficher des comportements ESG en pointe.

Ceci souligne la distinction entre l'approche holistique des sujets ESG *versus* l'approche par projets ciblés. La première est certainement plus ambitieuse mais difficile à mesurer, homogénéiser et à appréhender pour les tiers à l'entreprise. On peut craindre les surenchères de communication, de l'écoblanchissement (*greenwashing*) sans réelle action pour faire dans le politiquement correct. La seconde approche est plus concrète pour les investisseurs, mais fait courir le risque de financer des entreprises qui globalement n'ont pas des ambitions ESG fortes et qui communiquent uniquement sur quelques projets.

Jean-Louis GUILLET

15

RSE

Mais ne nous y trompons pas. Il ne s'agit certainement pas d'une mode à laquelle il conviendrait de sacrifier, le temps qu'elle passe, avant de retrouver les pratiques du bon vieux temps !

Nous pensons qu'une entreprise qui choisirait d'ignorer ces préoccupations se condamnerait à disparaître sous le double effet d'un renchérissement de son coût du capital, les investisseurs refusant progressivement de la financer ou à des coûts de plus en plus élevés, la pénalisant ainsi par rapport à ses concurrents ; et d'une difficulté croissante à attirer des talents humains sans lesquels tout est beaucoup plus compliqué ; sans compter le risque permanent d'être montré du doigt et de subir l'opprobre de la société.

La bonne nouvelle est que la vision long terme ne semble pas exclusive d'une performance financière. Du côté des entreprises, le BCG¹ montre que, sur un échantillon de 343 groupes dans 5 secteurs, les entreprises à fort score ESG ont des marges plus élevées que les autres. Reste à vérifier le sens de la causalité. L'attractivité pour les employés des entreprises plus éthiques est une des explications. D'autres mettent en avant également une meilleure gestion des risques par la prise en compte des sujets ESG et la création d'opportunités (ArcelorMittal vient d'annoncer qu'une nouvelle technologie de traitement des gaz générés par son usine de Gand allait lui permettre de transformer les gaz en bio-éthanol qu'il commercialiserait).

Du côté des investisseurs, de nombreuses études empiriques montrent que les fonds ISR obtiennent les mêmes ou de meilleures performances que des fonds conventionnels. Ainsi, une

¹ Total societal impact, a new lens for strategy, octobre 2017.

Jean-Louis GUILLET

16

RSE

étude de Russel Investment¹ démontre que les gérants d'actifs créant le plus de valeur possèdent déjà dans leur portefeuille un grand nombre de titres répondant aux critères ESG.

Quant au directeur financier, il ne doit pas se trouver perdu, bien au contraire, puisque l'un de ses rôles est de garantir le financement de l'entreprise pour assurer sa pérennité, et qu'un autre est de gérer les risques financiers, aussi pour garantir la pérennité de l'entreprise. La durabilité, au cœur des préoccupations ESG, est son fil rouge (ou vert ?) depuis longtemps, tel Monsieur Jourdain qui faisait de la prose sans le savoir... Porte-parole au sein de l'entreprise des investisseurs qui la finance, le rôle du directeur financier est aussi de garantir la sincérité des engagements ESG pris car la sincérité crée la confiance. Et sans confiance, il n'y a pas de financement possible.

¹ *Are ESG tilts consistent with value creation in Europe?* janvier 2015.

RSE

Annexes

RSE

Mission « Entreprise et intérêt général » : remise du rapport de Jean-Dominique Senard et Nicole Notat

09/03/2018

Bruno Le Maire, ministre de l'Économie et des Finances, Nicolas Hulot, ministre d'État, ministre de la Transition écologique et solidaire, Muriel Pénicaud, ministre du Travail et Nicole Belloubet, Garde des Sceaux, ministre de la Justice, ont reçu le 9 mars le rapport sur les résultats de la mission « Entreprise et intérêt général », lancée le 5 janvier dernier.



Jean-Dominique Senard, président du groupe Michelin, et Nicole Notat, ancienne secrétaire générale de la CFDT et présidente de Vigéo-Eiris, ont remis le 9 mars leur rapport faisant part des résultats de la mission « Entreprise et intérêt général », lancée le 5 janvier dernier, à Bruno Le Maire, ministre de l'Économie et des Finances, Nicolas Hulot, ministre d'État, ministre de la Transition écologique et solidaire, Muriel Pénicaud, ministre du Travail et Nicole Belloubet, Garde des Sceaux, ministre de la Justice.

Leurs propositions viendront alimenter le projet de loi du [Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises \(PACTE\)](#) qui sera présenté en conseil des ministres le 18 avril 2018.

À télécharger

[Rapport « L'entreprise, objet d'intérêt collectif » de Jean-Dominique Senard et Nicole Notat](#) [123 pages; PDF; 2,80 Mo]

Jean-Louis GUILLET

19

RSE

Examen du projet de loi PACTE par la Commission spéciale dès le 5 septembre

18/06/2018

Le plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises (PACTE) ambitionne de donner aux entreprises les moyens d'innover, de se transformer, de grandir et de créer des emplois. Élaboré selon la méthode de la co-construction avec tous les acteurs, le projet de loi, présenté en Conseil des ministres le 18 juin 2018, est examiné par la Commission spéciale de l'Assemblée nationale depuis le 5 septembre.



PACTE en détail

Le projet de loi PACTE, présenté le 18 juin en Conseil des ministres, comporte au total 70 articles. Parmi ces mesures, dix d'entre elles sont particulièrement emblématiques et démontrent la volonté de mieux financer les entreprises et de les rendre plus justes, plus libres et plus innovantes.

Jean-Louis GUILLET

20

RSE

1. Simplifier les seuils applicables



Les obligations liées aux seuils seront considérablement allégées et simplifiées afin de créer un nouvel environnement juridique plus favorable à la croissance des PME.

2. Supprimer le forfait social sur l'intéressement et la participation



Les accords d'intéressement seront facilités pour les entreprises de moins de 250 salariés avec la suppression du forfait social.

3. Repenser la place de l'entreprise dans la société



Le Code civil et le Code de commerce seront modifiés afin de renforcer la prise en considération des enjeux sociaux et environnementaux dans la stratégie et l'activité des entreprises.

4. Créer son entreprise 100 % en ligne à moindre coût



La vie des créateurs d'entreprise sera simplifiée grâce à la création d'une plateforme en ligne unique pour les formalités des entreprises.

5. Faciliter le rebond des entrepreneurs



Les délais et les coûts des procédures de liquidation judiciaire seront réduits et leur prévisibilité améliorée.

<https://www.economie.gouv.fr/plan-entreprises-pacte>

Jean-Louis GUILLET

21

RSE

6. Rapprocher la recherche publique de l'entreprise



Le parcours des chercheurs souhaitant créer ou participer à la vie d'une entreprise sera simplifié afin de dynamiser les liens entre la recherche publique et le secteur privé.

7. Faciliter la transmission d'entreprise



Le pacte Dutreil sera renouvelé pour les transmissions à titre gratuit. Les transmissions d'entreprise aux salariés et le financement de la reprise des petites entreprises seront facilités.

8. Simplifier et assurer la portabilité des produits d'épargne retraite



Chacun pourra conserver et alimenter son produit d'épargne tout au long de son parcours professionnel et la sortie en capital sera facilitée.

9. Soutenir les PME à l'export



Le modèle d'accompagnement à l'export sera transformé par la création d'un guichet unique, en région, afin que l'international constitue un débouché naturel pour les PME.

10. Protéger les entreprises stratégiques



La procédure d'autorisation préalable d'investissements étrangers en France (IEF) sera renforcée et élargie afin de mieux protéger les secteurs stratégiques.

<https://www.economie.gouv.fr/plan-entreprises-pacte>

Jean-Louis GUILLET

22