

# Le Prix de la recherche « Finance et développement durable »



« Le Monde Economie » s'associe à la troisième édition du Prix européen de la recherche « Finance et développement durable », organisé par le Forum pour l'investissement responsable (FIR), avec le soutien de l'European Social Investment Forum (Eurosif), de Paris Europlace et de onze entreprises.

Le prix 2007 a été décerné à quatre lauréats : Giovanni Cespa et Giacinta Cestone (meilleur article), Kaisa Jungman (meilleur master) et Jeroen Derwall (meilleure thèse). Deux bourses ont été en outre attribuées à Johannes Gierlinger et Kirill Zavodov (projets de recherche)

# Des pratiques responsables économiquement pertinentes

La recherche sur le développement durable se structure et s'élargit, jusqu'à former un courant académique majeur

Le monde de la recherche universitaire connaîtrait-il lui aussi son Grenelle de l'environnement ? « *En économie, en sciences de gestion et même en sociologie, la recherche sur la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE) et le développement durable a tendance à devenir un courant dominant* », estime José Allouche, professeur à l'Institut d'administration des entreprises de Paris (université Paris-I-Panthéon-Sorbonne), directeur de l'Ecole doctorale en sciences de la décision et de l'organisation (IAE Paris, Ensam, HEC) et président du jury du Prix de la recherche « Finance et développement durable ». En témoigne le nombre croissant de contributions à des colloques et de publications dans les revues scientifiques portant sur ces thèmes. Le meilleur baromètre en est le colloque annuel de l'Academy of Management, qui réunit chaque année aux Etats-Unis, durant la deuxième semaine du mois d'août, le gratin de la recherche en gestion. « *La proportion de communications sur ces thèmes au cours des dix années passées est en hausse régulière, jusqu'à atteindre près de 15 % des 500 à 600 papiers présentés en 2007* », observe M. Allouche.

L'extension de l'aire géographique du recrutement des candidats à la troisième édition du Prix de la recherche « Finance et développement durable », créé en 2005 par le Forum pour l'investissement responsable (FIR), en témoigne également. La progression du nombre de candidatures d'Italie et d'Espagne équilibre la prédomi-

nance du Royaume-Uni et des pays scandinaves des deux années précédentes.

## Communication

Le champ de cette recherche semble également se structurer. Ce sont souvent les mêmes laboratoires européens qui présentent chaque année de nouveaux candidats, avec en particulier l'université d'Helsinki, la London School of Economics (LSE), l'université Erasmus de Rotterdam (Pays-Bas), l'université de Toulouse-I. En France se sont constitués, en 2002, l'Association pour le développement de l'enseignement et de la recherche sur la RSE (Aderse, 150 membres) et, en 2006, le Réseau international de recherche sur les organisations et le développement durable (Riodd).

Mais le domaine reste largement dominé par les universités anglo-saxonnes, si l'on en croit le « palmarès alternatif » réalisé par l'Aspen Institute, un *think tank* basé à Washington, sur le critère de l'importance des sujets sociaux et environnementaux dans l'enseignement et la recherche des business schools. « *Cette domination n'est pas étonnante, analyse M. Allouche, dans la mesure où une interprétation possible de la montée actuelle des thèmes de la RSE peut être celle d'une résurgence de la morale protestante dans le monde des affaires, qui touche donc principalement les pays anglo-saxons et scandinaves.* » Dans les pays latins, en revanche, où l'intrication entre la morale et la prati-

que des affaires est un trait culturel moins marqué, l'intérêt pour la RSE apparaît être davantage de l'ordre de la conviction que de la conviction. Dans les pays de culture protestante, une pratique non responsable a souvent un effet immédiat sur l'opinion et sur les marchés alors qu'elle n'a surtout des conséquences, dans les autres pays, que sur les organisations militantes, qui disposent de peu de relais sur les marchés.

Qui plus est, la recherche académique a montré que si un comportement responsable est ordinairement corrélé à une meilleure performance financière, elle ne peut prouver qu'un lien de cause à effet existe. Il est impossible de savoir si l'entreprise use des marges de manœuvre que lui confère sa bonne santé financière pour adopter des pratiques responsables ou si ce sont ces pratiques qui lui permettent d'obtenir de meilleurs résultats. En revanche, l'annonce (et non la réalité) d'une bonne ou d'une mauvaise pratique a bel et bien un impact direct sur la valorisation financière d'une firme, ce qui incite encore plus celle-ci à réserver sa politique de RSE au seul domaine de la communication. « *Reste que, observe M. Allouche, les firmes pourraient bien se trouver piégées à terme par leur propre discours qui, en les contraignant à mettre leur pratique en adéquation avec leur "com", deviendrait ainsi autoréalisateur...* » ■

A. R.

## TRENTE ET UNE CANDIDATURES

Le jury du prix 2007 de la recherche Finance et développement durable a sélectionné les trois gagnants parmi les auteurs de sept articles (1 Belge, 2 Britanniques, 3 Espagnols, 1 Italien), 11 mémoires de master (1 Belge, 1 Espagnol, 2 Finlandais, 1 Indonésien étudiant en France, 5 Français, 1 Suisse) et 4 thèses (1 Allemand, 2 Français, 1 Néerlandais). Les deux bénéficiaires des bourses de recherche ont été choisis, dans la catégorie Instruments financiers, parmi 5 candidats (1 Espagnol, 3 Français, 1 Russe étudiant au Royaume-Uni) et, dans la catégorie Aspects sociaux, parmi 4 candidats (1 Autrichien, 3 Français). Soit au total 31 candidatures, dont 13 françaises.



Décembre 1999, après le naufrage de l'*Erika* affrété par Total, des milliers de tonnes de pétrole sont déversées sur les côtes françaises, comme ici sur l'île de Groix, dans le Morbihan. Janvier 2008, la compagnie pétrolière est condamnée à payer, pour « préjudice d'atteinte contre l'environnement », 192 millions d'euros, dont 1,015 million pour le Morbihan. EMMANUEL PAIN/AFP

## Jeroen Derwall, meilleure thèse : « L'apport d'une gestion sociale et environnementale à la création de valeur peut être financièrement évalué »

**Votre thèse réunit six études portant sur des domaines différents, quoique tous relatifs à la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE) et à l'investissement socialement responsable (ISR). Quel était l'objectif de cette approche ?**

Je suis parti du constat que les marchés financiers et les dirigeants d'entreprise continuent d'émettre de fortes réserves sur l'ISR et la RSE. Ces réserves peuvent être dans une certaine mesure attribuées au débat continu sur la contradiction qu'il y aurait entre les objectifs de responsabilité sociale et les objectifs financiers traditionnels des investisseurs et des entreprises. Les six études que j'ai menées apportent des réponses nouvelles à des questions comme les pratiques de RSE peuvent-elles participer à la mesure des performances financières de l'entreprise, telle que la rentabilité, la valeur de la firme, le coût du capital ? Les marchés financiers évaluent-ils correctement la valeur économique de la RSE ? Les critères d'ISR permettent-ils concrètement aux

investisseurs de maximiser leurs revenus et de minimiser leurs risques ?

**Vos travaux apportent-ils des réponses inédites à ces questions ?**

Premièrement, j'ai pu utiliser des bases de données sur les résultats des fonds ISR plus larges, et surtout sur des périodes beaucoup plus longues, que cela n'a été fait jusqu'ici dans la

littérature académique, ce qui m'a permis de vérifier que l'introduction de critères ISR dans un portefeuille d'investissements ne nuisait en rien à sa performance. A l'échelle de l'ensemble des fonds ISR dans le monde, ceux-ci font aussi bien que des fonds classiques.

J'ai aussi réalisé la première étude sur les performances des fonds obligataires ISR. Ceux-ci, sur la période 1987-2003, obtiennent d'excellents résultats, les fonds mixtes (obligations et actions) ayant même enregistré une performance supérieure de 1,3 % à celle des fonds mixtes conventionnels. Ces résultats devraient faciliter le travail d'arbitrage des investisseurs entre les

différentes possibilités d'allocations d'actifs. Le marché de la dette des Etats et des entreprises représente un énorme potentiel pour l'ISR !

Deuxièmement, j'ai montré qu'il était plus pertinent, pour mesurer l'impact des pratiques RSE sur la valeur de la firme, de considérer séparément ces pratiques plutôt que sa politique globale. Par exemple, on sait que de bonnes relations sociales améliorent la rentabilité de l'entreprise grâce à une meilleure productivité des employés, alors qu'une bonne gestion environnementale est associée à d'autres facteurs de création de valeur, comme la réduction des coûts de production. Le côté « fourre-tout » de la RSE est d'ailleurs souvent présenté par les analystes financiers comme un obstacle majeur à la mesure de la performance.

En sélectionnant un portefeuille de valeurs sur un seul critère, en l'occurrence la gestion environnementale, j'ai pu montrer que les firmes les plus actives dans ce domaine dégagent une meilleure performance financière, surtout si l'on considère celle-ci sur le long terme, ce qui semble indiquer que le marché

n'intègre ce type d'informations que progressivement. La démonstration peut également être faite au sujet de la bonne gestion des ressources humaines en matière de formation, de qualification, mais c'est en revanche moins le cas en matière de respect des droits sociaux.

Je pense, au final, qu'une approche plus fragmentée permet aux investisseurs et aux managers de disposer d'informations utiles, qui les inciteront à développer des politiques de RSE créatrices de valeur, et qui aideront ainsi la RSE et l'ISR à s'installer dans la pratique courante de la communauté des affaires.

#### Quelle est votre principale conclusion à cet ensemble d'études ?

Il me semble que leur point commun est de montrer que nombre de thèmes de la RSE se prêtent tout à fait à des évaluations de création de valeur

proches de ce que permettent les outils traditionnels d'évaluation financière. Du point de vue de l'entreprise, la décision d'adopter une politique de RSE peut donc découler d'une approche par les coûts financiers ou par la rentabilité, deux points importants dans l'optique de la maximisation du bénéfice de l'actionnaire. Les investisseurs, eux, peuvent utiliser cette information sur la valeur produite par la RSE pour arbitrer leurs choix.

Ces travaux renforcent la conviction, de plus en plus partagée, que les sujets concernant la RSE – ou au moins les plus répandus d'entre eux, à savoir l'environnement, les relations sociales et la gouvernance – doivent être mieux mis en évidence auprès des investisseurs, par le biais de l'information dite, à mon avis improprement, « extra-financière ». De nombreux investisseurs institutionnels soutiennent d'ailleurs maintenant des

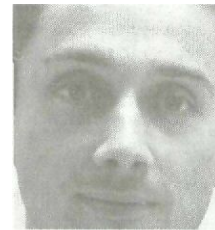
initiatives RSE, ce qui encourage la vente de produits ISR au public, et beaucoup d'analystes incluent désormais de façon routinière cette information dans leurs recommandations d'investissement. ■

PROPOS RECUEILLIS PAR  
ANTOINE REVERCHON

#### CV

**2006** Jeroen Derwall est professeur assistant en finance au département d'économie et de gestion de l'université de Maastricht (Pays-Bas).

**2005** Il obtient un doctorat d'économie à l'Institut de recherche en gestion de la Rotterdam School of Management de l'université Erasmus. Il fonde, avec Kees Koedijk et Rod Bauer, le European Centre for Corporate Engagement, laboratoire conjoint aux deux universités.



JEROEN DERWALL

## QUESTIONS- RÉPONSES

### Jury

#### 1 Qu'est-ce que l'investissement socialement responsable (ISR) ?

Le terme ISR désigne les placements financiers obéissant à des critères de performance non financière des entreprises : environnement, conditions de travail, respect des droits humains et sociaux, règles de gouvernance, etc. Les établissements financiers ont multiplié les fonds étiquetés ISR, qui établissent, en fonction de critères éthiques, de performances sociales ou environnementales, ou de l'activité (énergies renouvelables, commerce équitable, etc.), une liste d'entreprises dans lesquelles ils investissent.

Mais la notion de « responsabilité sociale » est de plus en plus prise en compte par les analystes financiers des sociétés de gestion traditionnelles afin d'évaluer les risques de réputation ou les risques juridiques des entreprises liés à leur comportement environnemental et social. D'autant que nombre d'investisseurs institutionnels tels que les

fonds de pension anglo-saxons ou, plus récemment en France, les fonds de retraite des fonctionnaires, arbitrent leurs placements selon des critères ISR.

On distingue dans ce cas deux types de pratiques d'investissement socialement responsable : d'une part, l'exclusion pure et simple d'entreprises se livrant à certaines activités (tabac, armement) ou pratiques (travail des enfants, non-respect des droits sociaux et humains) ; d'autre part, l'analyse (« screening ») des performances des entreprises en matière sociale, environnementale ou de bonne gouvernance. Ces données sont utilisées de deux façons : elles sont simplement intégrées dans les recommandations d'investissement à l'attention des clients ou des gestionnaires de fonds, ou elles permettent aux fonds d'intervenir en conseil d'administration ou en assemblée générale pour exiger une amélioration de ces performances : c'est ce qu'on appelle l'activisme actionnarial.

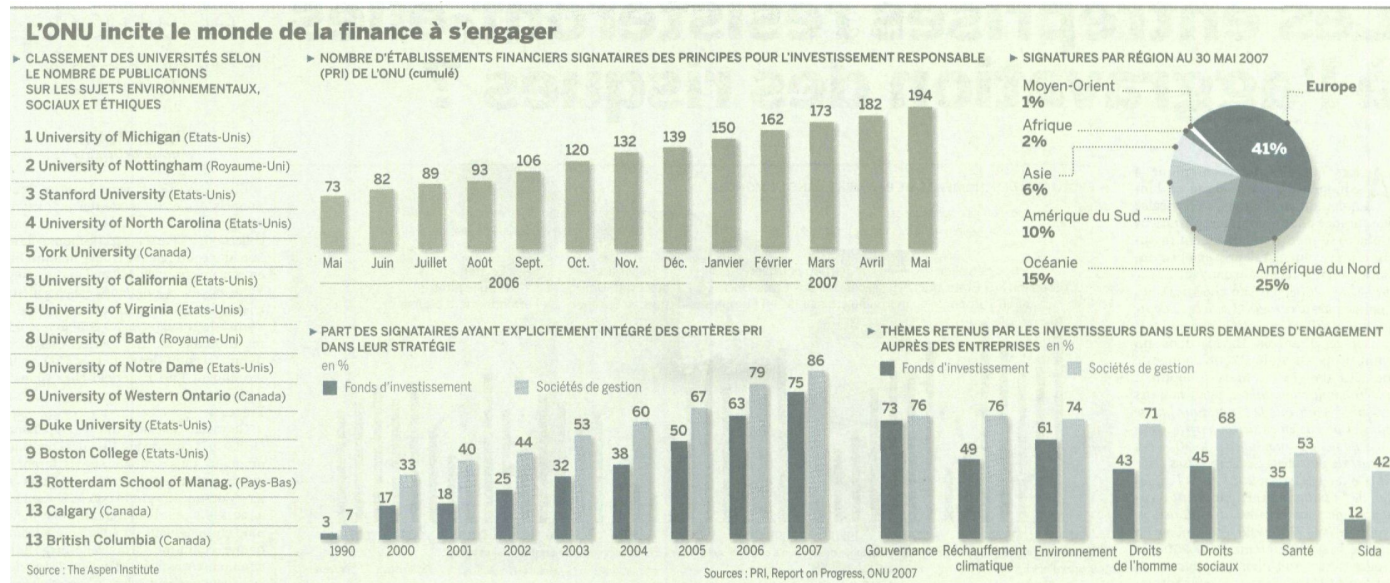
#### 2 Comment fonctionne le Prix européen de la recherche durable « Finance et développement durable » ?

Le prix est organisé par le Forum pour l'investissement responsable (FIR), association qui réunit les principaux acteurs et partenaires de l'ISR en France, avec le soutien d'Eurosif, réseau européen des associations équivalentes au FIR dans les autres pays d'Europe. Le prix, décerné chaque année, est ouvert aux étudiants et chercheurs européens rédigeant en français et en anglais. Après une première sélection opérée le 19 novembre, le jury a désigné le 12 décembre trois gagnants pour le meilleur article, le meilleur mémoire de master et la meilleure thèse, ainsi que deux bénéficiaires de bourse pour leur projet de recherche. Chaque prix fait l'objet d'une dotation de 5 000 euros et chaque bourse de 3 000 euros, financés en 2007 par Paris-Europlace et 11 entreprises, dont 9 françaises – AGF, Axa, BNP Paribas, Caisse des dépôts, Crédit agricole AM,

Dexia, Groupama AM, Oddo Securities et Schneider Electric – et 2 étrangères : HSBC (Royaume-Uni) et LODH (Suisse).

**3** **Quelle est la composition du jury ?**  
Le jury compte 20 membres : outre les représentants des entreprises sponsors et des organisateurs – Arnaud de Bresson (Paris Europlace), Marion de Marillac (Eurosif), Robin

Edme et Claude Joven (FIR) –, il comprend 5 enseignants-chercheurs : José Allouche (IAE Paris-I-Sorbonne, président du jury), Jean-Loup Ardoin (HEC), Nihat Aktas (Université catholique de Louvain, Belgique), Sébastien Pouget (université Toulouse-I) et Céline Louche (Vlerick Leuven Gent Management School, Belgique). ■



## Bourses de recherche

LE JURY du Prix de la recherche « Finance et développement durable » a créé en 2006 une nouvelle catégorie de récompense : des bourses destinées à soutenir des projets de recherche. En 2007, le jury a choisi d'attribuer ces bourses à des travaux portant sur deux domaines spécifiques : « Instruments financiers » et « Aspects sociaux ».

La première a été décernée à Kirill Zavodov (Cambridge), dont les travaux portent sur les objectifs de réduction de gaz à effet de serre qui doivent être mis en œuvre après 2012, échéance du protocole de Kyoto. M. Zavodov critique les déficien-

ces économiques des « objectifs de réduction volontaire » proposés aux pays en développement, et préconise plutôt un scénario alternatif, basé sur la méthode dite de « l'évaluation des options réelles ».

La seconde a été remise à Johannes Gierlienger (Toulouse-I) pour sa recherche sur l'évaluation des bénéfices à terme des choix socialement responsables des firmes et des investisseurs. Ses travaux mettent en avant le concept d'aversion à l'ambiguïté (présence de plusieurs scénarios réels) plutôt que d'aversion au risque (probabilité de réalisation d'un scénario donné). ■

## Giacinta Cestone et Giovanni Cespa, meilleur article : « Plus les codes éthiques seront formalisés, moins ils seront instrumentalisés »

**Vous avez étudié, jusqu'à les formaliser mathématiquement, les relations qui peuvent s'établir entre un PDG et ce que les Anglo-Saxons appellent les « stakeholders », c'est-à-dire les parties prenantes (salariés, ONG, population locale, etc.).**

**Quelles sont les**

**conclusions de vos travaux ?**

Nous tentons de révéler la « face cachée » de relations susceptibles de s'établir entre les « stakeholders » et un PDG inefficace. Celui-ci est souvent tenté de faire alliance, au-delà de ce qui paraît raisonnable, avec ses clients, ses fournisseurs, des militants activistes, des ONG ou des responsables politiques locaux afin de retarder, voire empêcher, son remplacement réclamé soit par des actionnaires mécontents, soit par des capitalistes qui prennent le contrôle de l'entreprise.

**Comment expliquez-vous cette réalité ?**

Un patron en poste se doit de faire fructifier l'argent que les actionnaires ont placé dans l'entreprise qu'il dirige. S'il n'y parvient pas et que son incompetence risque de lui coûter sa place, il sera tenté – en se parant des habits éthiques de la



**GIACINTA  
CESTONE ET  
GIOVANNI CESPA**

responsabilité sociale – de susciter la sympathie des ONG protectrices de l'environnement, de ses salariés, en expliquant que lui n'est pas un coupeur de têtes, etc. Un PDG inefficace crée moins de valeur, innove moins, bref peut mettre en avant qu'il

n'est pas dans une course au chiffre d'affaires et à la rentabilité, ce qui peut satisfaire telle ou telle partie prenante.

**Vous avez des exemples concrets de ce comportement ?**

Dans l'article que nous avons rédigé, nous évoquons plusieurs exemples. En 1997, quand le sidérurgiste allemand Krupp-Hoesch a voulu prendre le contrôle de Thyssen avec l'appui de la Deutsche Bank, le management de Thyssen a aiguillonné la population locale et les politiques régionaux pour qu'ils deviennent, en quelque sorte, ses chevaliers blancs contre l'OPA hostile de Krupp-Hoesch. Et, in fine, cela a marché puisque Krupp a retiré son OPA. C'est un exemple parmi d'autres. Nous avons recensé beaucoup de cas comme celui-ci en Europe, mais l'actualité récente montre que les Etats-Unis ne sont pas épargnés par ce type de manœuvre.

**Mais ces stratégies ne peuvent pas tenir sur le long terme. Les masques doivent tomber à un moment ou à un autre...**

Ces alliances de circonstance, qui n'ont rien de naturel, ne durent bien sûr qu'un temps, mais elles ont néanmoins un prix, car elles perturbent la création de valeur de l'entreprise prise en otage. Ce qui est un manque à gagner à la fois pour les actionnaires et pour les parties prenantes – nous pensons en priorité ici aux salariés – qui se répartissent les richesses créées. Pas forcément de manière équitable, mais ceci est un autre débat.

**Comment éviter les dérives que vous évoquez ?**

En formalisant du mieux possible les codes éthiques, de bonne conduite et de responsabilité sociale, afin de ne pas les laisser à la seule discrétion des cadres dirigeants. Car ceux-ci peuvent, comme nous le montrons, avoir la tentation de les instrumentaliser. Les indicateurs doivent être partagés par l'ensemble des intervenants, ce qui évitera tout marché de dupes et donc toute manipulation. Les résultats des entreprises ne s'en porteront que mieux. Il en sera de même pour la satisfaction des « stakeholders », salariés ou clients. Nous pensons que ce n'est pas un hasard si certaines firmes aujourd'hui, au-delà de leur seule volonté de valoriser leur image, ont compris ces enjeux économiques et, du coup, formalisent davantage leurs démarches éthiques. ■

PROPOS RECUEILLIS PAR  
MARIE-BÉATRICE BAUDET

### CV

**2008** Titulaire d'un doctorat d'économie de l'université de Barcelone, Giovanni Cespa est professeur associé à l'université de Salerne (Italie). Il est actuellement détaché à Queen Mary, université de Londres

**2008** Titulaire d'un doctorat de l'université de Toulouse, Giacinta Cestone est professeure associée à l'université de Salerne et actuellement détachée, elle aussi, à Queen Mary.

## Kaisa Jungman, meilleur master :

« Faire respecter les mêmes normes tout au long de la chaîne des achats est impossible »

**Votre mémoire de master examine la façon dont la responsabilité environnementale est prise en compte dans la politique d'achat de Metso (5 milliards d'euros de chiffre d'affaires), une firme finlandaise spécialisée dans la production de machines-outils à destination des industries papetières, minières et du secteur énergétique. Qu'avez-vous observé ?**

D'un côté, la nécessité d'améliorer l'impact environnemental des activités de l'entreprise est une préoccupation partagée et souvent évoquée, tant par la firme que par ses fournisseurs, tout au moins les neuf fournisseurs de première ligne que j'ai pu interroger, tous situés en Europe (Finlande, Suède et Estonie). La direction de Metso met volontiers en avant cette préoccupation, et souhaite renforcer les processus qui permettent de la prendre en compte. Je vais d'ailleurs poursuivre, à sa demande, ce travail de recherche, afin d'aider à déterminer les améliorations possibles.

Car, d'un autre côté, j'ai constaté que chaque branche du groupe gère sa propre chaîne de fournisseurs, et a développé ses propres procédures en matière d'environnement. Par exemple, l'une d'elles fait remplir à ses principaux fournisseurs de première ligne (mais pas à tous) un questionnaire, dont chaque item est affecté d'une note, de un à cinq. Si un défaut est constaté, le service achat demande une amélioration à effectuer dans un certain délai. Mais toutes les branches de l'entreprise n'ont pas la même attention à cette problématique, et les pratiques sont extrêmement variables.

**Qu'attend une entreprise comme Metso d'une politique d'achat environnementalement responsable ?**

Il est maintenant admis, dans toute l'entreprise, que cette politique ne représente pas un



KAISA JUNGMAN

coût supplémentaire, mais un bénéfice financier. Car cela coûte moins cher de recycler les déchets que de les mettre en décharge, de consommer moins d'énergie, d'émettre moins de CO<sub>2</sub>, de valoriser ces atouts

dans les prix de vente des machines, puisqu'on garantit un retour rapide sur cet investissement en termes de consommation énergétique, de recyclage, etc. Sans parler du bénéfice à réduire les risques d'accident écologique et les pertes financières et d'image qu'ils entraînent.

La difficulté est ensuite d'en convaincre les fournisseurs, non seulement ceux de premier rang, mais aussi toute la chaîne en amont. C'est un travail d'éducation et de discussion.

**Quels sont les principaux obstacles ?**

Si l'on veut, par exemple, qu'une machine soit entièrement faite en matériaux recyclables, cela exigerait de remonter toute la chaîne d'achat. Or Metso compte

plus de 20 000 fournisseurs dispersés sur l'ensemble de la planète ! Comment s'assurer que toute la chaîne contribuant à un produit fini donné respecte les recommandations du donneur d'ordres final ? Il faudrait pouvoir multiplier les audits environnementaux, c'est quasiment impossible faute de moyens et de compétences suffisantes. De plus, il est parfois difficile d'imposer quelque chose à un fournisseur, car on risque alors de perdre le contrat. Seule une action concertée entre tous les clients aurait un effet positif. ■

PROPOS RECUEILLIS PAR  
ANTOINE REVERCHON

### CV

**2007** Kaisa Jungman réalise son mémoire de master en sciences à l'université de technologie d'Helsinki (Finlande).

**2001** Elle commence son cursus d'études en gestion environnementale et responsabilité d'entreprise, au département de génie civil, puis de gestion industrielle, de l'université de technologie d'Helsinki.

**2000** Elle étudie le suédois à l'université d'Uppsala (Suède).