

Le Prix FIR-PRI « Finance et développement durable » décerne trois prix et trois bourses pour encourager la recherche

# Guider l'investissement socialement responsable

« Les investisseurs sont plus sensibles à la cohérence des politiques qu'aux démonstrations de "bonne conduite" »

« La gouvernance des fonds ISR influe directement sur leur performance »

## Ioannis Oikonomou

Meilleure thèse

**La littérature académique concernant le lien entre le comportement « responsable » des entreprises (RSE) et leur performance financière est déjà extrêmement abondante. En quoi vos travaux innovent-ils dans ce domaine déjà très couvert ?**

Ma thèse apporte trois éléments nouveaux dans le champ de l'analyse de ce lien. Premièrement, j'ai étudié, à partir de la performance boursière de 769 entreprises américaines sur dix-huit ans, la façon dont le lien entre RSE et cours de l'action évolue en période de forte volatilité boursière et de stabilité. Il s'avère que, pour les grandes entreprises, ce cours est fortement corrélé aux comportements « négatifs » en période de crise et aux comportements « positifs » en période de stabilité. Mais ce phénomène est quasi inversé en ce qui concerne les petites et moyennes capitalisations. Ceci semble indiquer que les investisseurs sont bien conscients du fait qu'en période difficile, les entreprises de faible taille ont moins de moyens à consacrer à des pratiques responsables... alors que les grandes entreprises voient d'autant plus augmenter leurs risques sur le marché des actions qu'elles se comportent de façon socialement irresponsable.

Deuxièmement, j'ai exploré l'impact de la RSE sur le marché obligataire des entreprises, à travers le lien entre pratiques « responsables » et écarts de taux et notations du crédit des entreprises. J'ai étudié, pour cela, le comportement de plus de 3 000 obligations émises par 742 entreprises de différents secteurs sur longue période. Les résultats montrent que des « bonnes pratiques » en matière de RSE diminuent significativement le coût du crédit (baisse des taux, amélioration de la note) et que, inversement, de « mauvaises pratiques » le renchérissent fortement.

Cette étude longitudinale montre aussi que ce lien se renforce au fil des ans, en raison vraisemblablement de l'attention croissante de l'opinion et des médias aux questions de responsabilité des entreprises. De plus, les taux d'intérêt des obligations de long terme sont plus sensibles que la moyenne au comportement des entreprises. En revanche, contrairement à ce que j'ai observé sur le marché des actions, les périodes de crise et de forte volatilité des cours n'affectent guère ce lien entre pratiques plus ou moins responsables et marché des obligations d'entreprise.

Enfin, j'ai observé ce qui se passe lorsqu'une entreprise alterne comportement « responsable » et « irresponsable » en matière environnementale ou sociale. **Quelle est l'attitude des investisseurs face à ces signaux contradictoires ?**

Certes, les entreprises qui agissent de façon

constante de manière responsable sont financièrement plus performantes que celles qui agissent de façon constante de manière irresponsable, mais ces dernières sont curieusement plus performantes que celles qui alternent « bonnes » et « mauvaises » pratiques. Ce phénomène semble démontrer que les investisseurs sont plus sensibles aux motivations stratégiques et à la cohérence des politiques de RSE qu'aux démonstrations de « bonne conduite » épisodiques. **Quels bénéfices les professionnels de l'investissement socialement responsable (ISR), mais aussi les dirigeants d'entreprise et les autres parties prenantes, peuvent-ils tirer de vos travaux ?**

Le plus important est que les effets des pratiques positives et négatives en matière de RSE doivent être analysés séparément, et non pas comme les deux versants d'un même concept – ce qui n'est pas neutre dans le choix des critères par les fonds ISR.

Ces résultats montrent aussi que les entreprises ont intérêt tout à la fois à minimiser les pratiques

## Les pratiques positives de RSE ont un impact positif sur la performance financière

controversées et à maximiser leurs contributions sociales et environnementales, et que cela les rend également plus résilientes face aux chocs conjoncturels.

Enfin, ils indiquent que, si l'on s'éleve au niveau de l'analyse du risque global pour l'entreprise, au-delà du seul critère du cours de l'action, les pratiques positives de RSE ont bel et bien un impact positif sur la performance financière.

**Pourquoi avez-vous orienté vos recherches sur le thème du lien RSE-performance financière ?**

Je suis, par formation, un économiste financier, et, bien que j'aie conscience de l'utilité des marchés et des instruments financiers dans une économie moderne, j'ai toujours pensé que la recherche en finance était passablement esotérique, et que ses retombées étaient limitées pour le monde de l'entreprise, comme pour la société en général. J'ai croisé le sujet du lien entre RSE et performance financière un peu par hasard. Je l'ai trouvé intéressant et j'ai rapidement réalisé que ses implications potentielles pour les entreprises et pour une grande variété de « parties prenantes » étaient très importantes : une incitation matérielle à un comportement éthique des entreprises est peut-être l'un des meilleurs moyens d'améliorer la marche du monde. Montrer que la RSE peut produire des bénéfices financiers s'ajouterait aux seuls arguments moraux en faveur de pratiques responsables, et créerait par la même occasion des exemples convaincants. ■

PROPOS RECUEILLIS PAR ANTOINE REVERCHON

« RECHERCHES EMPIRIQUES SUR LA RELATION ENTRE LES PERFORMANCES SOCIÉTALES ET FINANCIÈRES DES ENTREPRISES », Ioannis Oikonomou (University of Reading, Royaume-Uni).

LE PRIX « FINANCE ET DÉVELOPPEMENT DURABLE », ORGANISÉ CHAQUE ANNÉE DEPUIS SEPT ANS PAR LE FORUM DE L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE (FIR) ET LES « PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT » (PRI) – UNE INITIATIVE DE L'ONU –, EST SOUTENU PAR ALLIANZ, AMUNDI, APG, LA CAISSE DES DÉPÔTS, DEXIA, FRR, GENERALI, GROUPAMA, MACIF GESTION, NATIXIS, ODDO SECURITIES, PARIS EUROPLACE, LE RAFF ET SYCOMORE ASSET MANAGEMENT.

## Enguerran Petit

Meilleur master

**Quel est l'impact de la gouvernance des 102 fonds ISR européens, que vous avez analysés, sur leur performance financière et leur attrait pour les investisseurs ?**

La transparence sur le contenu du portefeuille, l'engagement du gestionnaire au sein des entreprises du portefeuille et la structure de recherche du fonds ont un impact direct et significatif. La transparence génère une hausse de la rentabilité du fonds ISR de 5,2 % à 7,5 % par an. Les données sur le portefeuille d'actions rassurent l'investisseur qui, dans un fonds ISR, recherche des entreprises compatibles avec ses propres valeurs plutôt que la performance maximale. Cette transparence augmente le flux d'investisseurs de 1,5 % par an. Elle peut être coûteuse quand elle révèle le processus de sélection des entreprises (analyse financière, critères retenus). Si d'autres fonds concurrents captent sa méthodologie, le fonds ISR perd un avantage compétitif. Cela se traduit par une baisse de la performance financière de 8,5 % à 10,9 % par an.

**En quoi l'engagement du manager du fonds ISR dans la gestion des entreprises du portefeuille fait-il varier la performance du fonds ?**

En tant qu'actionnaire, un gérant a le droit et le pouvoir de faire des proposi-

tions pour limiter, par exemple, les risques environnementaux. Ces interventions peuvent améliorer ou altérer la rentabilité du fonds. Si le dialogue avec les entreprises garantit une hausse de performance jusqu'à 6,5 % par an, un engagement lourd avec travaux préliminaires et réunions réduit la performance jusqu'à 11,2 % par an, du fait des coûts. Il faut tenir compte du poids du fonds dans le capital : l'impact est réel lorsqu'il détient au moins 1 % d'un capital compris entre 7,5 millions et 15 millions d'euros.

**Comment l'organisation du travail d'analyse et de recherche extra-financière influe sur l'attractivité ?**

Soit le fonds se suffit des indications données par les entreprises ; soit une équipe spécialisée est créée en interne ; soit ce travail est externalisé. Le moins cher est la première solution. L'attrait des investisseurs décroît de 2,06 % par an pour les fonds qui ont une équipe de recherche dédiée, qu'elle soit externe ou interne alors que les fonds dotés d'une structure de recherche dédiée ont surperformé de 8,1 % par an de 2006 à 2010, disposant d'une information directement utilisée pour améliorer leurs performances. ■

PROPOS RECUEILLIS PAR ANNE RODIER

« IMPACT DE LA GOUVERNANCE DES FONDS ISR SUR LEUR PERFORMANCE ET LEUR ATTRACTIVITÉ », Enguerran Petit (Politecnico di Milano, Italie).

« La contrainte réglementaire pousse à innover »

## Stefan Ambec

Meilleur article

**Quel est le résultat de vos travaux ?**

Notre article teste l'hypothèse de Michael Porter (professeur de stratégie à la Harvard Business School), selon laquelle des réglementations environnementales plus sévères peuvent, en favorisant l'innovation, s'avérer profitables pour les entreprises qui y sont soumises. À partir d'une enquête de l'Organisation de coopération et de développement économiques, sur 4 000 sites de production de divers secteurs dans sept pays, nous avons mis en œuvre une méthode économétrique permettant de tester le lien de causalité entre la sévérité perçue des réglementations environnementales, l'investissement dans la R&D environnementale et la performance économique. Nos résultats montrent un lien positif et significatif entre la sévérité perçue de la réglementation et l'innovation. En revanche, l'effet économique global est jugé comme négatif. Il n'y a donc pas de miracle global, du moins à court terme. La réponse serait, peut-être, différente dans la durée, ou pour certains secteurs.

**En quoi ces résultats modifieraient-ils la pratique des professionnels ?**

Une des questions qui préoccupe les investisseurs et les gestionnaires de fonds socialement responsables est de savoir si la sélection de leurs actifs sur la base de la performance environnementale se fait au détriment de leur rende-

ment. Même si c'est le cas en général à court terme, nos résultats suggèrent que les entreprises innovantes auront tendance à mieux tirer leur épingle du jeu. Ces travaux peuvent guider les investisseurs dans le choix des actifs les plus propices à combiner performance environnementale et rendement. Différents facteurs tels que le secteur d'activité, la technologie ou l'organisation de l'entreprise ont de l'importance.

**Pourquoi avoir traité ce sujet ?**

Je m'intéresse depuis des années aux politiques environnementales et aux stratégies d'entreprise. L'enjeu est de concilier le développement économique avec la préservation de l'environnement. J'ai été étonné du contraste entre le succès de l'hypothèse émise par le professeur Porter parmi les gestionnaires et dirigeants d'entreprise, et le scepticisme qu'elle suscite chez les économistes. D'où ma volonté d'y voir plus clair. ■

PROPOS RECUEILLIS PAR ADRIEN DE TRICORNOT

« RÉGLEMENTATION ENVIRONNEMENTALE, INNOVATION ET PERFORMANCE : NOUVEAU REGARD SUR L'HYPOTHÈSE DE PORTER », JOURNAL OF ECONOMICS & MANAGEMENT STRATEGY, Stefan Ambec (Ecole d'économie de Toulouse), Paul Lanoie (HEC Montréal), Jérémy Laurent-Lucchetti (université de Berne), Nick Johnstone (OCDE).

**Trois bourses de recherche attribuées**

► Michael L. Barnett, Xing Chen, Andreas G. F. Hoepner, Qian Li (universités d'Oxford et de St Andrews) : L'Investissement responsable sur le marché boursier chinois.

► Daniela Laurel (Politecnico di Milano) : Complexité institutionnelle dans une industrie en transition : le cas de l'investissement responsable.

► Elsa Savoure, Daniel Litwin (université Paris-I-Panthéon-Sorbonne et McGill University) : Développement d'un cadre informationnel pour les produits financiers sur le modèle de l'étiquetage des produits alimentaires.

## Cyrano Par Plantu

Paru dans « Le Monde » du 7 mars 1981

