

Le prix européen « Finance et développement durable » 2009

Les immeubles respectant les normes environnementales sont-ils rentables ? Pourquoi investit-on dans les énergies renouvelables ? Quels sont les coûts et les bénéfices que l'on peut attendre de la lutte contre le réchauffement climatique ? Les lauréats et le jury du Prix 2009 de la recherche européenne « Finance et développement durable », organisé pour la quatrième année consécutive par le Forum pour l'investissement responsable (FIR) avec le soutien d'Eurosif, ont le sens de l'actualité. Dans ce domaine, le « temps du chercheur » est en phase avec celui des investisseurs, des entreprises et des politiques. Le jury a désigné, parmi vingt-neuf candidats, trois gagnants pour le meilleur article,

le meilleur mémoire de master et la meilleure thèse, ainsi que trois bénéficiaires de bourse pour leur projet de recherche.

Signe de ces temps de crise financière, le cru 2008 est caractérisé par la montée des sujets concernant l'économie du développement durable, qui ont pris le pas sur les sujets liés à la performance boursière des fonds ISR. Chaque prix fait l'objet d'une dotation de 5 000 euros et chaque bourse de 3 000 euros, financés en 2009 par Paris-Europlace et neuf entreprises : Allianz Global Investors France, Caisse des dépôts, Crédit agricole SA, Dexia, Erafp, FRR, Groupa-

ma Asset Management, Paris Europlace et Oddo Securities.

Outre les représentants des entreprises sponsors et des organisateurs – Marion de Marcillac (Eurosif), Claude Jouven (FIR) et Jérôme Tagger (PRI, Principles for Responsible Investment), le jury était composé de Nihat Aktas (EM Lyon Business School, président du jury) ; José Allouche (IAE Paris-I Sorbonne), Christian Gollier (Institut d'économie industrielle de Toulouse), Céline Louche (Vlerick Leuven Gent Management School, Belgique) et Yves Simon (Paris-Dauphine, président d'honneur).

Le jury du prix 2009 a sélectionné les trois gagnants parmi les quinze auteurs de huit articles (un Australien étudiant au Danemark, trois Belges, deux Espagnols, cinq Français, trois Italiens, un Néerlandais), treize mémoires de master (un Allemand, deux Belges, un Britannique, un Iranien étudiant en France, cinq Français, un Néerlandais, deux Suisses) et quatre thèses (un Allemand, un Français, un Néerlandais, un Suédois). Les trois bénéficiaires des bourses ont été choisis parmi quatre candidats (un Allemand, un Brésilien étudiant en Suède, deux Français, un Turc étudiant au Royaume-Uni). Soit au total 29 travaux. ■ A. R.

« Le temps du chercheur est en phase avec celui des investisseurs »

Bourses de recherche

LE JURY du Prix de la recherche européenne « Finance et développement durable » 2009 a attribué trois bourses à des travaux portant sur deux domaines spécifiques : « Instruments financiers et développement durable » et « Finance et enjeux sociaux » à :
– Dorothee Techmann (Allemagne) : *Internalisation des externalités dans les grands projets* (université Paris-Dauphine, France) ;
– Oguzhan Karakas (Turquie) et Elroy Dimson (Royaume-Uni) :

What is the Relationship between the Corporate Social Responsibility (CSR) Practices of a Firm and the Firm's value/performance (« Relation entre la responsabilité sociale de l'entreprise, ses pratiques et sa performance, London Business School »).
– Sonia Rahal (France) : *Cocilier solidarité et rentabilité : l'enjeu des performances sociales dans les institutions de microfinance au Sénégal* (université Paris-I-Sorbonne).

Diego Nocetti, meilleur article : « Une méthode pour analyser les coûts et les bénéfices des projets sociaux et écologiques »

L'article que vous avez publié avec Elyès Jouini et Clotilde Napp porte sur le calcul du taux d'actualisation à appliquer dans le cadre d'analyses coût/bénéfice des investissements du secteur public. En quoi ce calcul pose-t-il un problème aux économistes ?



(de g. à dr.) ELYÈS JOUINI, CLOTILDE NAPP ET DIEGO NOCETTI

Le taux d'actualisation permet de calculer la valeur présente du bénéfice ou du coût futur que l'on retirera d'un investissement présent. Il n'y a aujourd'hui pas de consensus, tant parmi les chercheurs que parmi les praticiens, sur la façon d'établir ce taux pour un projet d'investissement public. Il est vrai que ce calcul est particulièrement compliqué lorsqu'une population importante est concernée par un projet, car les niveaux auxquels sont évalués les mêmes bénéfices futurs – ce que nous appelons « l'impatience », sont forcément hétérogènes. Un individu « patient » utilisera un taux d'actualisation plus faible qu'un individu « impatient », et valorisera plus les bénéfices et les coûts futurs. Un individu « impatient » se focalisera sur les coûts et bénéfices immédiats, et considérera comme négligeables les conséquences éloignées dans le temps des décisions présentes.

Dans la pratique, les planificateurs, ne sachant généralement quel poids attribuer à ces espérances hétérogènes, utilisent une large variété de taux d'actualisation,

sans même d'ailleurs se justifier. A titre d'exemple, un coût de 1 million d'euros dans cent ans est évalué à 250 000 euros aujourd'hui avec un taux de 1,4 % (si l'on reprend le taux du rapport Stern) mais à 32 000 euros avec un taux de 3,5 % ! Notre objectif était donc de fournir quelques principes et règles permettant de choisir le taux d'actualisation approprié.

En quoi cet objectif est-il important en matière d'investissement social et environnemental ?

Plus le projet considéré est à long terme, plus le calcul coût/bénéfice est difficile, et plus le taux d'actualisation a une importance majeure. Pour certains projets, il est même la seule variable à considérer. C'est le cas par exemple du bénéfice environnemental des réductions d'émissions de dioxyde de carbone : il serait négligeable si ce taux d'actualisation n'était pas proche de zéro. Dès lors, appliquer une méthode simple de calcul du taux d'actualisation devant être appliqué à différents horizons temporels est une aide précieuse à l'évaluation des projets d'investissement publics comme privés.

Quelles sont vos conclusions ?

Nous montrons qu'un taux d'actualisation « social » (c'est-à-dire propre à un groupe d'individus) doit toujours être plus bas que la moyenne des taux

d'actualisation individuels : il sera donc plus proche des espérances des individus « patients » que de celles des « impatientes ».

De plus, les bénéfices et les coûts intervenant à long terme doivent être actualisés à un taux plus bas, et ceux qui n'apparaissent qu'à très long terme (par exemple les coûts et les bénéfices de la lutte contre le réchauffement climatique) doivent l'être à un taux proche de zéro. Enfin, plus la population affectée par un projet est hétérogène dans ses espérances et son niveau « d'impatience », plus le taux d'actualisation doit être bas. Par exemple, alors que les taux d'actualisation sont généralement corrélés négativement avec l'état de santé des individus (plus leur santé est bonne, moins leur « impatience » est forte), les projets d'investissement public dans les pays où les inégalités de santé sont importantes doivent être évalués selon un taux d'actualisation plus bas. ■

PROPOS RECUEILLIS PAR A. R.

CV

2008 Diego Nocetti est professeur assistant d'économie à la Clarkson University Business School (New York). Elyès Jouini est professeur à l'université Paris-Dauphine. Clotilde Napp est chargée de recherche au CNRS. Leur article, « Properties of the Social Discount Rate in a Benthamite Framework with Heterogeneous Degrees of Impatience », est paru dans *Management Science*, octobre 2008, vol. 54, n° 10.

Nils Kok, meilleure thèse : « La valeur à long terme des actifs immobiliers dépendra de plus en plus de leur qualité environnementale »

Pourquoi, en tant que chercheur en finance, vous êtes-vous intéressé au secteur immobilier ?



NILS KOK

L'immobilier est devenu dans les dernières décennies une classe d'actifs d'importance croissante dans le portefeuille d'investisseurs institutionnels comme les compagnies d'assurances et les fonds de pension. Ceux-ci sont donc de plus en plus confrontés à des problèmes de gouvernance et de contrôle, surtout depuis le développement d'institutions intermédiaires comme les sociétés civiles immobilières. Maintenant que le mode de fixation des prix et le comportement des acteurs de ce marché deviennent de mieux en mieux connus, les investisseurs ont aussi besoin d'instruments d'analyse pour mesurer le retour sur leurs investissements à moyen et long termes.

En quoi le thème du développement durable croise-t-il cette préoccupation des investisseurs immobiliers ?

Les questions environnementales, surtout via l'efficacité énergétique, attirent de plus l'attention des investisseurs sur ce marché. Le secteur de l'immobilier et celui de la construction représentent en effet au moins 30 % des émissions mondiales de gaz à effet de serre. Et une fois qu'un bâtiment est construit, sa consommation énergétique représente en moyenne 30 % des coûts de fonctionnement d'un immeuble de bureau classique pour le propriétaire, et de 5 % à

7 % des coûts d'occupation pour un locataire. Des coûts d'ailleurs susceptibles de fortes variations en raison de la volatilité des prix de l'énergie, mais aussi de l'évolution des réglementations

nationales et européennes, de plus en plus contraignantes sur ce sujet, par exemple la directive européenne sur la performance énergétique des bâtiments.

Mais investisseurs et promoteurs demeurent réticents sur l'ampleur des surcoûts environnementaux à consentir, dans la mesure où le retour sur ces investissements n'est pas basé sur des certitudes économiques, mais sur des fausses évidences et des effets de mode.

Quel est, à cet égard, le principal apport de votre thèse ?

J'ai souhaité proposer la première analyse systématique de l'impact des pratiques de construction respectueuses de l'environnement sur les revenus des investisseurs et des promoteurs. J'ai pu démontrer que les loyers des immeubles « verts » offrent des rendements supérieurs de 3 % à ceux d'immeubles standards – à qualité et à localisation équivalentes, bien sûr. Si l'on ajuste ce chiffre au taux d'occupation effectif des immeubles, ce différentiel atteint même 6 %. Quant au prix de ventes des immeubles « verts », il est supérieur de 16 %. Ces primes de rendement ne sont pas seulement des effets de « signal » sur le marché immobilier, elles correspondent,

jusqu'à un certain point, à la meilleure efficacité énergétique de ces constructions.

Quels enseignements investisseurs et promoteurs peuvent-ils tirer de vos conclusions ?

Elles peuvent éclairer leur décision d'investir dans des constructions plus écologiques, et les aider à donner une valeur aux informations extra-financières concernant leurs actifs immobiliers.

La demande croissante des locataires et des fonds d'investissement pour des espaces et des immeubles de meilleure qualité environnementale exige qu'il y ait plus de transparence sur l'état réel des portefeuilles immobiliers dans ce domaine, car la valeur à moyen et long termes de ces derniers en dépendra de plus en plus.

Dans ce moment particulièrement difficile pour les marchés immobiliers de la planète, le développement durable pourrait bien devenir la planche de salut à laquelle se raccrocheront désespérément les investisseurs ! ■

PROPOS RECUEILLIS PAR ANTOINE REVERCHON

CV

2008 Nils Kok est professeur assistant au département de finances de l'université de Maastricht (Pays-Bas). Il est aussi consultant indépendant en immobilier. 2007 Il est chercheur à la European Property Foundation, de Bruxelles, après avoir suivi ses études à l'université de Maastricht et fait des séjours dans les universités de Singapour et de Berkeley (Californie).

Melanie Oschlies, meilleur master : « Les énergies renouvelables ne sont pas encore assez attractives pour les investisseurs »

Votre mémoire de master porte sur les critères de choix des investisseurs lorsqu'ils décident d'effectuer des placements dans le secteur des énergies renouvelables. Pourquoi avoir adopté une approche « comportementale » plutôt que financière ?



MELANIE OSCHLIES

Je me suis déjà intéressée, au cours de mes études, au processus de décision des investisseurs. Il m'a paru intéressant de confronter leur comportement présumé rationnel au domaine émergent, mais particulièrement controversé du point de vue technologique et économique, des énergies renouvelables. D'autant que la progression de ce secteur, attendue et souhaitée par les pouvoirs publics dans la plupart des pays, ne peut être envisagée sans une participation accrue de l'industrie financière. J'ai donc soumis aux membres de l'Association suisse des analystes financiers des projets fictifs d'investissement, obéissant à différents critères. L'analyse de leurs choix m'a permis d'établir les critères sur lesquels ils fondent leur décision.

En quoi l'analyse de ces comportements peut-elle intéresser les investisseurs, mais aussi les acteurs de ce secteur ?

Connaître et comprendre les motivations et les critères de

choix des investisseurs peut aider ces derniers à effectuer des décisions mieux informées à l'avenir ; et les entreprises du secteur des énergies renouvelables peuvent être ainsi mieux à même de répondre à leurs

exigences, de délivrer l'information qui leur est le plus utile, et ainsi d'attirer plus d'argent du secteur privé afin de s'affranchir des subventions gouvernementales.

Quels sont, au terme de votre enquête, les principaux critères de choix des investisseurs ?

Les critères-clés sont en premier lieu la rentabilité attendue – ce n'est pas une surprise –, mais aussi le type d'énergie, et surtout l'existence d'une prescription extérieure, par exemple, celle d'autres analystes financiers. En revanche, et c'est plus surprenant, le degré de maturité de la technologie et l'existence de subventions publiques sont des critères de moindre importance.

Que concluez-vous de ces observations ?

Premièrement, que les investisseurs ne sont, dans une large mesure, pas assez confiants en eux-mêmes pour baser leurs décisions d'investissement dans ce secteur sur leur propre jugement ; ils sont spontanément plus attirés par les secteurs énergétiques classiques, déjà bien établis. Et, parmi les

renouvelables, leur préférence va au solaire, puis à l'éolien, alors que les bioénergies ne rencontrent guère leurs faveurs.

Cela indique que des recherches approfondies en finance doivent encore être menées sur le secteur des énergies renouvelables afin que celles-ci deviennent plus attractives pour l'industrie des services financiers.

Comme le montre la forte demande exprimée par les investisseurs interrogés pour une prescription venant de l'extérieur, il me semble que la nouveauté et la complexité de ce secteur exigent que des informations détaillées soient rendues disponibles pour les investisseurs.

Deuxièmement, contrairement à ce que suggèrent les pratiques observées dans de nombreux pays, l'existence de fortes subventions publiques ou de réglementations favorables aux énergies renouvelables n'est pas considérée comme une motivation importante pour investir. Cela suggère que les gouvernements devraient reconsidérer leur rôle de partenaire financier de ces industries. ■

PROPOS RECUEILLIS PAR A. R.

CV

2008 Melanie Oschlies prépare un master en finance et comptabilité à l'université de Saint-Gall (Suisse). 2007 Semestre d'échange avec l'université de Singapour. 2005 Semestre d'échange avec HEC Montréal (Canada).