

## En 2010, le prix « Finance et développement durable » a récompensé des travaux sur l'impact financier effectif du comportement des sociétés Retour à la réalité

Le thème du développement durable et de la responsabilité sociale et environnementale des entreprises (RSE) semble avoir suffisamment imprégné les esprits et les discours, ces dernières années, pour que les chercheurs aient délaissé ses aspects les plus théoriques pour s'intéresser à son application effective sur des terrains bien précis.

La cinquième édition du Prix européen « Finance et développement durable », organisé par le Forum de l'investissement responsable (FIR) avec le soutien d'Eurosif et des PRI (*Principles for Responsible Investment*, des Nations unies), a ainsi récompensé des mémoires de master et un article reflétant des travaux empiriques portant sur des observations directes sur le terrain.

Sont concernées la variation des cours de Bourse des sociétés en fonction d'événements relatifs à leur responsabilité environnementale, la valorisation des immeubles « verts » par les investisseurs immobiliers, la réaction des organisations non gouvernementales à l'élaboration par les banques de principes de bonne gouvernance, dits « d'Equateur », de leurs investissements financiers.

La remise des prix 2010, le 18 janvier, a été précédée de conférences organisées par la Chaire « Finance durable et investissement responsable », conjointe à l'Ecole polytechnique et à l'Institut d'économie industrielle (Université de Toulouse) à l'occasion du troisième anniversaire de sa fondation par vingt entreprises et organisations professionnelles.

Ces travaux ont été animés par Marcel Boyer (Université de Montréal), Christian Gollier (Université de Toulouse), Rob Lake (APG Investment), Paul-Henri de La Porte du Theil (Association française de gestion), Jean-Pierre Ponsard (Ecole

### Trois bourses de recherche

**Le jury du Prix de la recherche européenne « Finance et développement durable » 2010 a attribué trois bourses de recherche à :**  
– **Christel Dumas (université de Gand, Belgique) :** « La responsabilité sociale, environnementale et de gouvernance dans les portefeuilles traditionnels : approche par la théorie des conventions dominantes. »

polytechnique) et Jean Tirole (Ecole d'économie de Toulouse).

Le jury a désigné, parmi vingt-huit candidats, un gagnant pour le meilleur article, deux dans la catégorie mémoire de master et trois bénéficiaires de bourse de projet

– **Afshin Mehrpouya (Essec) :** « L'intégration de l'éthique dans les marchés fonctionne-t-elle ? Quand le comportement social de la firme n'est pas reflété dans sa performance de marché. »  
– **Catharina Slager (Nottingham University Business School) :** « Ce qui est mesuré est-il géré ? Les index de l'investissement socialement responsable et le comportement responsable des entreprises. »

de recherche, mais aucun dans la catégorie de la meilleure thèse. Chaque prix fait l'objet d'une dotation de 5 000 euros ; chaque bourse de 3 000 euros. Ils sont financés par dix sociétés : Allianz Global Investors France, Amundi Asset Management, Caisse des dépôts, Crédit mutuel, Erafp, FRR, Groupama Asset Management, Natixis Asset Management, Paris-Europlace et Oddo Securities.

Outre les représentants des entreprises sponsors, des organisateurs et partenaires – Marion de Marillac (Eurosif), Claude Joven (FIR) et Jérôme Tagger (PRI) –, le jury était composé de Céline Louche (Vlerick Leuven Gent Management School, Belgique, présidente du jury), Nihat Aktas (EM Lyon), José Allouche (IAE Paris-Sorbonne), Bernard Marois (HEC), Nicolas Mottis

(Essec), Yves Simon (Paris-Dauphine, président d'honneur), Ariane Szafarz (Université libre de Bruxelles). Il a choisi les gagnants parmi les auteurs de six articles, représentant six nationalités (Belgique, Espagne, France, Irlande, Pays-Bas, Pologne) et de quatorze mémoires de master (un Américain étudiant au Royaume-Uni, un Allemand, un Bosniaque, un Congolais étudiant en Belgique, deux Danois, six Français, un Péruvien étudiant aux Pays-Bas, un Roumain).

Les trois bénéficiaires des bourses ont été choisis parmi six candidats (un Espagnol, un Belge, un Danois, un Français, un Iranien étudiant en France, un Vietnamien étudiant au Royaume-Uni). Soit au total, 28 travaux en incluant les thèses de doctorat. ■

Antoine Reverchon

## « Les investisseurs immobiliers ont besoin d'un consensus sur les caractéristiques techniques des "immeubles verts" »

Aurélien Chazel, meilleur master

**Votre formation d'ingénieur BTP, puis de gestionnaire, vous a amené à chercher à cerner les composantes de la « green value », c'est-à-dire de la survaleur attribuée par le marché à la construction ou à la réhabilitation d'immeubles de bureaux aux normes environnementales. Quels sont vos principaux résultats ?**

« La recherche s'est jusqu'ici surtout attachée à déterminer la valeur vénale de ce type d'opération : augmentation du

loyer, amélioration de la valeur de revente, taux de vacance moins élevés. J'ai identifié une autre forme de gain, à savoir la diminution du risque d'obsolescence, c'est-à-dire la capacité du bâtiment à répondre, dans l'avenir, à la demande du marché. Ce qui engendre un gain financier immédiat sous forme de taux d'intérêt d'emprunt ou de formation du capital moins élevé. Mais pour que cette valeur soit reconnue et appréciée, il faut qu'il y ait un consensus autour des qualités techniques et financières du bâtiment. Dans ce domaine, il s'avère que la certification ou la labellisation ne suffisent pas à convaincre les experts immobiliers : ils ont besoin de connaître les données spécifiques à chaque opération.

C'est pourquoi il faut mettre au point une méthodologie qui permette de constituer un véritable observatoire de la « green value ». J'en propose une ébauche à partir de l'étude d'un « immeuble vert »,



DR

alliant approche technique et financière.

**Quels enseignements les investisseurs peuvent-ils tirer de ces résultats ?**

La littérature financière distingue trois types de stratégie d'investissement. La stratégie « core », qui vise à prendre le moins de risques possible et à générer un rendement faible, mais régulier et durable – dans le cas de l'immobilier, il s'agira de fixer un niveau de

loyer assez faible afin de limiter la rotation des locataires ; la stratégie « opportunistique » consiste à prendre plus de risques dans l'espoir de générer des revenus plus élevés ; la stratégie « value-added » se situe entre les deux précédentes.

Dans le cas d'opérations immobilières visant à l'efficacité environnementale, c'est l'approche « opportunistique » qui semble devoir être recommandée. En effet, les opérations les plus performantes du point de vue des objectifs environnementaux sont les réhabilitations d'immeubles anciens. Ces investissements lourds offrent les rendements les plus élevés dans un contexte d'incertitude forte quant à la validité des données techniques et financières. A l'inverse, une stratégie « core » privilégiera les opérations dans le neuf, moins risquées techniquement mais avec des rendements plus faibles. ■

Propos recueillis par A. R.

## « La demande de transparence des activités bancaires est devenue très forte »

Brendan O'Dwyer et Niamh O'Sullivan, meilleur article



DR

**Pourquoi vous êtes-vous intéressés aux « Principes d'Equateur », établis en 2003 par dix banques internationales pour définir un cadre de gestion des risques sociaux et environnementaux en matière de finance de projets, et que 67 établissements financiers se sont depuis engagés à suivre ?**

« Parce qu'il s'agit de la principale initiative de ce type dans le secteur financier. Son antériorité nous a permis de reconstituer un processus d'institutionnalisation de ce genre de démarche. Nous avons confronté l'histoire de ce processus avec l'opinion de neuf organisations non-gouvernementales (ONG), membres de la Bank Track Coalition.

**Quel est le bilan de cette confrontation ?**

« Elle nous a permis de montrer que les ONG ont joué un rôle essentiel, à l'origine même des « Principes ». Quatre des neuf établissements fondateurs étaient l'objet de campagnes répétées des ONG depuis 1995. Celles-ci ont enclenché un processus par lequel ces banques ont cherché à légitimer leur action en étant plus responsables, transparentes et comptables de leurs opérations. Si les ONG étaient d'abord satisfaites de l'institution des Principes, cette satisfaction et leur confiance se sont effritées. Leurs griefs portent sur plusieurs points.

D'abord, elles reprochent aux Principes de ne pas avoir comporté, au départ, des critères de suivi des résultats. Ils sont apparus dans la deuxième version des Principes, en 2006. Elles déplorent le fait que ces Principes soient limités au financement de grands pro-

jets d'investissement et ne concernent pas toutes les activités bancaires. Elles critiquent leur mode de décision et de transparence en matière d'adoption et de mise en œuvre opérationnelle. En résumé, elles reprochent aux Principes ce qui constitue certaines de leurs caractéristiques de base : ils ne sont pas standardisés, ne sont appliqués que sur la base du volontariat et ne définissent pas de mécanismes institutionnels communs d'application et de suivi des résultats. Les ONG les considèrent comme une initiative symbolique plus que substantielle.

**Qu'est-ce que ce constat peut apporter aux acteurs, ONG ou établissements financiers ?**

« Outre la connaissance réciproque de ce que chacun de ces acteurs attend de l'autre, il nous rappelle à quel point peut être forte, surtout en ces temps de crise, la demande sociale de transparence et de responsabilité en matière d'activité financière... ■

Propos recueillis par A. R.

**Brendan O'Dwyer Docteur en comptabilité de l'université de Dundee (Royaume-Uni), il est directeur du département comptabilité de l'University of Amsterdam Business School (Pays-Bas).**

**Niamh O'Sullivan Elle prépare une thèse de comptabilité à l'University of Amsterdam Business School.**

**Leur article « Stakeholder Perspectives on a Financial Sector Legitimation Process: The Case of NGOs and the Equator Principles », est paru dans Accounting, Auditing and Accountability Journal, 2009, vol. 22, n° 4.**

## « Les financiers ne sont pas dupes du "green washing". Ils savent qu'une société pétrolière ne peut être durable »

Thibault Dauphin, meilleur master

**Vous avez mesuré l'impact sur le cours de Bourse des sociétés des annonces concernant leur performance environnementale. Quelles sont vos conclusions ?**

« J'ai recensé les annonces concernant les entreprises du Global S & P 1200 – indice des 1200 plus grosses sociétés cotées du monde – entre le 1<sup>er</sup> janvier 2005 et le 1<sup>er</sup> mai 2009, tant « positives » (attribution d'une récompense, d'un prix ou d'un label en matière de performance environnementale) que « négatives » (verdicts de procès, accident industriel...). Il y en a respectivement 152 et 40 sur la période. Puis, j'ai mesuré la variation du cours de Bourse de chaque entreprise durant les quatre jours suivant l'annonce.

J'ai observé une dévalorisation moyenne de 0,83 %, et même de 1,81 % depuis le début de la crise, en juillet 2007, après les annonces positives, et des écarts positifs ou négatifs tellement variables après



DR

les annonces négatives que l'attitude des marchés à cet égard apparaît, en moyenne, neutre.

**Comment analysez-vous ces résultats, a priori contre-intuitifs ?**

« On pourrait se contenter de dire que les investisseurs sont a priori au pire hostiles, au mieux indifférents, aux efforts des entreprises en matière de développement durable. Mes les résultats semblent à cet égard conforter la

théorie dite des « slack resources » (Waddock & Graves, 1997) selon laquelle ils sanctionnent le fait que des ressources sont mises au service d'objectifs de long terme et ainsi détournées d'objectifs de rentabilité à court terme.

Mais d'autres études empiriques ont démontré la rentabilité de ces mêmes engagements « durables » en termes de motivation des salariés, d'économie de coûts énergétiques, de captation de nouveaux marchés. Ma conclusion est donc que les marchés financiers ne reflètent tout simplement pas ces éléments d'accroissement de la valeur des entreprises.

**Y a-t-il des raisons à cela ?**

« Oui. La ventilation de mes résultats par secteurs montre que la valorisation des annonces positives est plus faible (ou plus fortement négative) dans le secteur énergétique, et plus forte dans des secteurs comme les télécommunications ou l'informatique.

Autrement dit, les investisseurs sont vaccinés contre le « green washing » : ils ne sont pas dupes des discours des dirigeants sur le « verdissement » ; ils savent bien que jamais une compagnie pétrolière ne pourra devenir « durable ». En revanche, ils reconstruiront une stratégie cohérente et suivie d'actions opérationnelles visant des objectifs d'accroissement de la rentabilité par la performance environnementale. Aux entreprises de convaincre de l'efficacité de leurs engagements. ■

Propos recueillis par A. R.

**2009 Master de gestion de l'European Business School d'Oestrich-Winkel (Allemagne). M. Dauphin suit un trimestre d'échange à la Goizueta Business School, Emory University de Decatur (Georgie, Etats-Unis).**

**2008 Diplômé de Bordeaux Ecole de Management.**