

Investisseurs responsables : quel impact ?

Par Marie BRIÈRE

Responsable de la Recherche investisseurs et des Partenariats académiques au sein de l'Amundi Investment Institute

Les investisseurs institutionnels comme les particuliers manifestent un appétit croissant pour l'investissement socialement responsable (ISR). Dans cet article, qui s'appuie sur une revue de la littérature académique, nous discutons de la relation entre la politique de responsabilité sociale (RSE) des entreprises et leur performance financière, puis de l'influence des investisseurs responsables. Nous analysons notamment le rôle des changements de préférences des investisseurs envers les considérations environnementales et sociales. Enfin, nous examinons l'impact de la politique d'engagement actionnarial, qui permet aux investisseurs d'influencer les politiques des entreprises et la société dans son ensemble.

La dernière décennie a vu des changements significatifs dans la façon dont les investisseurs perçoivent les risques environnementaux et sociaux. Il y a plusieurs raisons à cela. Premièrement, les informations disponibles sur les coûts liés au changement climatique, par exemple sur les événements météorologiques extrêmes tels que les ouragans, les inondations ou les incendies, ont considérablement augmenté (Brière *et al.*, 2024a). Par ailleurs, la réglementation a évolué, notamment en Europe (plan d'action de la Commission européenne pour la finance durable, taxonomie verte, labels européens, etc.), permettant d'améliorer la transparence des informations climatiques et d'inciter les investisseurs à prendre en compte des critères environnementaux dans leurs décisions. De nombreuses initiatives ont vu le jour, réunissant banquiers ou investisseurs (telles que la Climate Finance Leadership Initiative / Climate Action 100+, les PRI, etc.) menant des actions communes telles que des campagnes d'engagement ou de désinvestissement. Par exemple, plus de 7 000 organisations sont devenues signataires des Principes d'investissement responsable (PRI) des Nations unies. Enfin, l'appétit des investisseurs individuels pour les placements responsables a également considérablement augmenté (Bauer *et al.*, 2021 ; Brière et Ramelli, 2021a). Quel impact tous ces changements ont-ils eu sur les entreprises, et notamment sur leur performance financière et extra-financière ?

Performance extra-financière des entreprises et performance financière : quel lien ?

Il existe un vaste débat sur la relation entre performance extra-financière et performance financière des entreprises. D'un point de vue théorique, les économistes ont identifié plusieurs mécanismes par lesquels

la mise en place par les entreprises d'une politique environnementale et sociale peut améliorer sa performance. Une politique environnementale ambitieuse par exemple peut être un instrument d'atténuation des risques et une source de compétitivité sur le marché dans un monde en transition vers des technologies à faibles émissions de carbone (e.g., Porter et Kramer, 2011). Sur le volet social, la satisfaction des employés peut améliorer la performance de l'entreprise en augmentant la motivation de ces derniers et en réduisant leur *turnover*. Le portefeuille constitué des « 100 meilleures entreprises pour travailler en Amérique » selon le classement Forbes a notamment largement surperformé le marché (Edmans, 2011). Une étude sur les entreprises suédoises montre que les employés des entreprises durables acceptent des salaires inférieurs (Krueger *et al.*, 2023). Mais d'autres économistes considèrent l'activité environnementale ou sociale d'une entreprise comme une manifestation de problèmes d'agence managériale, susceptibles de détruire de la valeur pour les actionnaires (Friedman, 2007). Au final, les arguments théoriques expliquant comment la durabilité d'une entreprise peut affecter sa valeur sont donc largement débattus.

D'un point de vue empirique, les méta-analyses montrent qu'il n'y a pas unanimité entre les résultats des différentes études. Par exemple, si l'on se concentre sur la tarification des émissions de carbone, certaines études empiriques révèlent que les entreprises les plus respectueuses de l'environnement surperforment (In Park et Monk, 2019 ; Aswani, Raghunandan & Rajgopal, 2023), tandis que d'autres constatent que les entreprises ayant des émissions de CO₂ plus élevées obtiennent des rendements plus élevés (Bolton et Kacperczyk, 2021). Ce dernier résultat peut s'expliquer par le fait que les investisseurs demandent une rémunération du capital plus élevée pour des entreprises confrontées à un risque de transition plus important.

Ces preuves contradictoires sont dues, entre autres, à la disponibilité limitée des données, à la relation potentiellement changeante au fil du temps entre RSE et performance financière des entreprises, mais également à l'absence de mesures standardisées de la performance environnementale et sociale¹ (e.g., Berg *et al.*, 2022). De plus, lorsque l'on tente d'évaluer l'impact causal de la RSE sur la performance des entreprises, l'on fait face à un problème d'endogénéité. Les entreprises performant-elles mieux grâce à leur politique RSE ou bien peuvent-elles se permettre de mettre en place des politiques ambitieuses parce que leurs performances sont bonnes ? Les études varient non seulement en termes de période d'échantillonnage et de données ESG utilisées, mais également considérablement en termes de méthodes utilisées. Par exemple, certaines études évaluent l'impact sur les cours d'un événement exogène lié à l'environnement (la publication de données environnementales, la mise en place d'une réglementation, etc.) et se concentrent sur des fenêtres de temps courtes autour d'un événement, ce qui peut limiter le problème d'endogénéité, mais aussi rendre leur portée plus limitée. D'autres analyses examinent la relation à long terme entre RSE et performance financière *via* des régressions, mais font difficilement la différence entre corrélation et causalité.

Impact de l'évolution des préférences responsables des investisseurs

Si l'attrait pour les placements responsables ne fait que croître, l'on connaît encore mal l'impact des changements de préférences des investisseurs sur les valorisations des actifs et les décisions des entreprises. Des travaux théoriques montrent que les préférences environnementales des investisseurs peuvent affecter les prix des actifs qui, à leur tour, ont un impact sur les comportements. À l'équilibre, les actifs « verts » devraient avoir une rentabilité attendue plus faible que les actifs « bruns », car ils sont moins sensibles au risque climatique. Mais lorsque se produit une hausse inattendue des préférences environnementales des investisseurs, les actifs verts peuvent surperformer (Pastor *et al.*, 2021). D'un point de vue empirique, identifier l'impact réel des préférences environnementales et sociales des investisseurs est un défi, d'une part, parce que ces changements ne sont pas facilement observables, d'autre part, parce qu'il est difficile de les distinguer des changements d'anticipations sur les fondamentaux des entreprises, qui peuvent être liés aux risques environnementaux et sociaux (introduction d'une nouvelle réglementation, incident climatique, etc.).

Dans un travail de recherche (Brière et Ramelli, 2021b), nous avons évalué l'activité d'arbitrage sur le marché des ETF (*exchange traded funds*) climatiques, pour construire un indicateur de « sentiment vert », mesurant les chocs de demande pour les actifs climatiques, qui

¹ Une des raisons de la divergence entre les résultats de Bolton et Kacperczyk (2021) et ceux de Aswani, Raghunandan & Rajgopal (2023) vient du fait que les premiers considèrent les émissions carbone tandis que les seconds examinent les intensités de carbone (émissions normalisées par les ventes).

ne sont pas liés à l'arrivée d'information fondamentale sur le climat, et génèrent une déconnexion entre prix de l'ETF et prix des actifs sous-jacents. Cela nous a permis d'estimer les changements d'appétit des investisseurs pour cette thématique, qui ne sont pas encore incorporés dans la valeur des titres sous-jacents. Nous montrons qu'une hausse standard de la demande prédit une surperformance de 50 bp (*basis point*) à six mois des firmes les mieux notées en matière de responsabilité environnementale. Cet afflux de financement a également un impact réel sur les entreprises, permettant aux mieux notées sur le plan environnemental d'augmenter leurs investissements ou leur détention de cash (de respectivement 5 et 3 % en valeur relative). À noter que ces résultats significatifs s'appliquent tout particulièrement pour des entreprises vertes ayant de moins bonnes notations de crédit, et donc sans doute plus contraintes financièrement.

Le rôle de la propriété active

Les grands investisseurs institutionnels, qui possèdent des portefeuilles diversifiés et à long terme, sont souvent des investisseurs « universels », détenant des participations substantielles dans un très grand nombre de firmes (Mattison *et al.*, 2011 ; Brière *et al.*, 2019), les exposant aux risques liés aux externalités environnementales et sociales qu'elles génèrent. L'activisme actionnarial, qui fait référence à l'influence des investisseurs sur la politique des entreprises par le biais d'une position actionnariale, est un outil clé à leur disposition pour avoir un impact sur les décisions des entreprises. Il peut prendre diverses formes. Les plus populaires sont le vote actif aux assemblées générales, l'engagement en coulisses avec la direction et le conseil d'administration, et, en dernier recours, le désinvestissement.

Voter activement lors des assemblées générales est un moyen direct d'influencer les décisions des entreprises. Les investisseurs institutionnels peuvent facilement voter *via* les plateformes d'agences de conseil en vote telles qu'ISS. Historiquement, les taux de soutien pour les propositions de la direction de l'entreprise étaient très élevés. Mais avec le développement des fonds socialement responsables, le soutien des investisseurs institutionnels aux résolutions environnementales et sociales proposées par les actionnaires est en nette augmentation (Brière *et al.*, 2022), ce qui fait l'objet d'un vif débat actuellement aux États-Unis.

L'engagement en coulisses implique une communication privée entre les actionnaires activistes et le conseil d'administration ou la direction de l'entreprise, qui précède les mesures publiques telles que le vote. Écrire à la direction de l'entreprise ou organiser des réunions en face-à-face avec la direction ou les administrateurs non exécutifs sont les méthodes d'engagement les plus courantes (Brière *et al.*, 2024b). 86 % des investisseurs institutionnels signataires de PRI considèrent d'ailleurs cette stratégie comme leur favorite (Gibson *et al.*, 2020). Ils unissent parfois leurs forces *via* des initiatives communes, coordonnées par le Climate Action 100+ ou les PRI.

Il existe une vaste littérature étudiant l'impact de l'activisme actionnarial sur la performance et les performances environnementales et sociales des entreprises ciblées, qui tend à mettre en avant le rôle bénéfique du vote. Iliev et Lowry (2014) montrent que les fonds actifs en matière de vote, c'est-à-dire les moins susceptibles de suivre les recommandations d'ISS, ont tendance à générer des rendements ajustés au risque plus élevés. De même, plusieurs travaux ont mis en évidence l'impact de la politique d'engagement. Par exemple, Becht, Franks, Mayer & Rossi (2008) ont étudié les engagements de gouvernance du Hermes Focus Fund, un fonds britannique détenu par le British Telecom Pension Scheme, et ont constaté que la stratégie d'engagement conduisait à un excès de rendement d'environ 5 %. Dimson *et al.* (2015) ont également mis en avant des résultats favorables de l'engagement ESG d'un grand investisseur institutionnel fortement engagé en faveur de l'investissement responsable. Les engagements les plus réussis ciblent les entreprises ayant des problèmes de réputation et une plus grande capacité à mettre en œuvre des changements en matière de responsabilité sociale d'entreprise. De plus, les notes ESG des entreprises ont tendance à s'améliorer après des engagements réussis. En dernier recours, les actionnaires insatisfaits de la politique de l'entreprise peuvent choisir de vendre leurs actions. La menace de sortie peut potentiellement avoir un impact important sur les entreprises, même si l'impact réel d'une politique de désinvestissement est largement débattu (Berk et Van Binsbergen, 2021 ; Cheng *et al.*, 2023).

Références

ASWANI J., RAGHUNANDAN A. & RAJGOPAL S. (2024), "Are carbon emissions associated with stock returns?", *Review of Finance*, 28(1).

BAUER R., T. RUOF & SMEETS P. (2021), "Get real! Individuals prefer more sustainable investments", *Review of Financial Studies*, 34(8).

BERG F., KOELBEL J. F. & RIGOBON R. (2022), "Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings", *Review of Finance*, 26(6).

BERK J. & VAN BINSBERGEN J. H. (2021), "The impact of impact investing", SSRN Working Paper N°3909166.

BRIÈRE M., DURANOVIK A., MONASTEROLO I. & RAMELLI S. (2024a), "Does the stock market price physical climate risks?", Amundi Working Paper, forthcoming.

BRIÈRE M., JAULIN T., LE MEAUX C., NURIYEV M., TAZEBERNARD E. (2024b), "Institutional investors' approaches to responsible investing", Amundi Discussion Paper.

BRIERE M., POUGET S. & URECHE-RANGAU L. (2019), "Do universal owners vote to curb externalities: An empirical analysis of shareholder meetings", SSRN Working Paper n°3403465.

BRIÈRE M., POUGET S., URECHE-RANGAU L. & SCHMALZ M. (2022), "Delegated philanthropy in mutual fund votes on climate change externalities", in JURCZENKO (éd.), *Climate Finance*, ITSE/Wiley.

BRIÈRE M. & RAMELLI S. (2021a), "Responsible investing and stock allocation", SSRN Working Paper n°3853256.

BRIÈRE M. & RAMELLI S. (2021b), "Green sentiment, stock return and corporate behavior", SSRN Working Paper, 3850923.

CHENG G., JONDEAU E., MOJON B. & VAYANOS D. (2023), "The impact of green investors on stock prices", BIS Working Papers.

EDMANS A. (2011), "Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices", *Journal of Financial Economics*, 101(3).

FRIEDMAN M. (2007), "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits", in ZIMMERLI W., HOLZINGER M., & RICHTER K. (éd.), *Corporate Ethics and Corporate Governance*, Berlin, Heidelberg, Springer, 173.

IN S. Y., PARK K. Y. & MONK A. (2019), "Is 'being green' rewarded in the market? An empirical investigation of decarbonization and stock returns", Stanford Global Project Center Working Paper.

KRUEGER P., METZGER D. & WU J. (2023), "The sustainability wage gap", Swedish House of Finance Research Paper 20-14.

MATTISON R., TREVITT M. & VAN AST L. (2011). Universal ownership: Why environmental externalities matter to institutional investors, Principles for Responsible Investment and UNEP Finance Initiative.

PASTOR L., STAMBAUGH R. F. & TAYLOR L. A. (2021), Dissecting green returns, National Bureau of Economic Research.

PORTER M. & KRAMER M. (2011), "Creating Shared Value", *Harvard Business Review*, 89, pp. 62-77.