

Les Agoras de la Gestion Financière

Executive Summary

« Investissement Responsable : Y a-t-il une prime de risque ? »

par Maria-Laura Hartpence, Head of Fixed Income Research, HSBC Global Asset Management

La troisième Agora de la Gestion Financière s'est tenue le 7 septembre 2016 et a été accueillie par Thomson Reuters à Paris. Elle était présidée et animée par Jean-François Boulier. A cette occasion, Sébastien Pouget, professeur de finance à l'Université Toulouse 1 Capitole et membre de la Toulouse School of Economics, est intervenu sur le thème: "Investissement responsable: y-a-t-il une prime de risque?".

L'Investissement Socialement Responsable¹ (ISR) représente aujourd'hui un segment très significatif des actifs sous gestion en Europe. Mais quelle performance financière les investisseurs peuvent-ils attendre ? Sébastien Pouget cherche à répondre à cette question, en faisant une revue des différents types de stratégies de gestion possibles: passive, active et d'engagement. Cette dernière est appelée par le professeur Pouget la « stratégie de machine à laver » car le principe est d'investir dans des entreprises non responsables (« sales »), de les rendre responsables (« propres ») et de les revendre avec un profit. Cette stratégie d'engagement présenterait un potentiel très intéressant à la fois d'un point de vue de rentabilité pour l'investisseur et de changement de comportement au sein des entreprises.

Les stratégies passives ISR sont typiquement basées sur un processus de sélection selon un certain nombre de critères, visant la simple exclusion des entreprises non conformes (« negative screening »), ou l'inclusion de celles qui adhèrent au mieux (« best in class ») à ces critères. Est-ce qu'un fond passif ISR de ce genre est plus profitable comparé à un fond conventionnel? (offre-t-il des rendements ajustés du risque supérieurs, ndr). D'après le professeur Pouget, ceci n'est pas le cas dans des marchés efficients. Si l'ISR est vraiment plus profitable, l'ensemble des investisseurs va l'anticiper, et les primes ajustées du risque ne seront pas, au final, différentes de celles qui sont attendues pour les entreprises conventionnelles. Certaines études montrent même que les fonds ISR peuvent sous performer le marché à cause d'une trop faible diversification (par exemple, dans le cas de stratégies qui excluent certains secteurs) ou suivant des évaluations trop élevées. Il faut noter que les investisseurs (institutionnels, ndr) peuvent être parfaitement conformes avec cette dernière situation, car le fait d'être ISR les protège de nombreuses controverses sur des questions morales ou de réputation. Enfin, les stratégies passives ont un impact indirect sur le comportement des entreprises en renchérissant le coût du capital des entreprises non responsables, comme montré par plusieurs études empiriques récentes.

Dans ce contexte, seules les stratégies actives peuvent offrir des rendements supérieurs. Or, si l'on considère que la Responsabilité Sociale de l'Entreprise (RSE) d'une compagnie contribue à la rendre plus profitable, deux cas peuvent se présenter en ce qui concerne la performance des investisseurs responsables versus les conventionnels. Si les marchés sont efficients, l'information se trouvera rapidement dans les prix, et aucun des deux groupes n'aura la possibilité d'obtenir des rendements supérieurs à la normale. Si les marchés sont inefficients, aussi bien les investisseurs responsables que les traditionnels chercheront à collecter les meilleures informations sur l'entreprise, et à priori, les deux types des fonds afficheront des performances similaires.

Le professeur Pouget cite toutefois au moins trois raisons pour lesquelles l'ISR a quelques chances de faire mieux que les investissements classiques:

¹ Pour mémoire, l'AFG (Association Française de la Gestion financière) et le FIR (Forum pour l'Investissement Responsable) ont décidé d'en préciser la définition suivante pour l'ISR :

"L'ISR (Investissement Socialement Responsable) est un placement qui vise à concilier performance économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable quel que soit leur secteur d'activité. En influençant la gouvernance et le comportement des acteurs, l'ISR favorise une économie responsable".

1. Les gérants des fonds ISR sont mieux équipés pour repérer les entreprises les plus prometteuses en raison de l'expertise dans l'analyse extra-financière des compagnies. La clé est la compétence supérieure des analystes ISR par rapport aux analystes classiques en matière de compréhension potentielle des risques environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG).
2. Pour les mêmes raisons évoquées dans le paragraphe précédent, les analystes ISR sont mieux à même d'anticiper les nouvelles tendances des marchés en relation aux enjeux environnementaux ou sociaux, et identifier par conséquent de nouvelles cibles.

Finalement, le professeur Pouget décrit la stratégie de la « machine à laver ».

3. La stratégie de la « machine à laver » ou d'engagement consiste à :
 - Investir directement dans des entreprises NON responsables - des entreprises « sales » - et qui présentent des prix attractifs
 - Influencer leurs décisions afin d'améliorer leur niveau de responsabilité sociale, et les rendre « propres »
 - Revendre la participation dans ces entreprises pour empêcher la prime de responsabilité.

Le professeur Pouget a cité un certain nombre d'études empiriques qui témoignent du succès de ce type d'initiative (voir la présentation). Il souligne que pour réussir cette stratégie, il faut prendre un engagement fort, avec une part importante du capital, et de se mettre régulièrement en position d'influencer les décisions de l'entreprise (aller aux conseils d'administration, voter aux assemblées générales, etc.). Il s'agit évidemment d'une stratégie de long terme. Finalement, il faut que l'investisseur soit crédible en termes de son engagement ISR pour qu'il arrive, le moment venu, à empêcher une prime de responsabilité significative. Ce type de stratégie peut être implémenté par des fonds Private Equity ou Hedged Funds, ou en groupe par des fonds communs de placement, ou des fonds de pension.

Le débat qui a suivi à la présentation a porté sur l'expérience des membres de l'audience, certains d'entre eux investisseurs ISR, en relation à ce qui a été présenté, et dans la problématique ESG en général. Alban Préaubert, analyste/gérant de Sycomore Asset Management, a exposé l'expérience de son entreprise dans la matière, confirmant l'importance de la gestion active dans leurs activités. Si son entreprise maintient un dialogue avec les compagnies dans lesquelles elle investit, dans le sens de renforcement d'actions SR, elle ne s'engage pas pour l'instant dans des stratégies de « machine à laver ». Elle met en œuvre en revanche des stratégies d'anticipation qui lui permettent, sans être toujours à l'origine des changements, de bénéficier des améliorations des pratiques ESG des entreprises. L'audience a continué avec un débat animé sur l'importance de l'ISR pour encourager les compagnies à s'engager davantage dans des politiques ESG.

Références :

The « Washing Machine » : Investment Strategies and Corporate Behaviour with Socially Responsible Investors » Christian Golier (Toulouse School of Economics, IDEI), Sébastien Pouget (Toulouse School of Economics, IAE-CRM-IDEI), August 26, 2016