

LES CAHIERS

Louis Bachelier



COMMENT LA FINANCE PEUT-ELLE SOUTENIR LE DÉVELOPPEMENT DURABLE ?

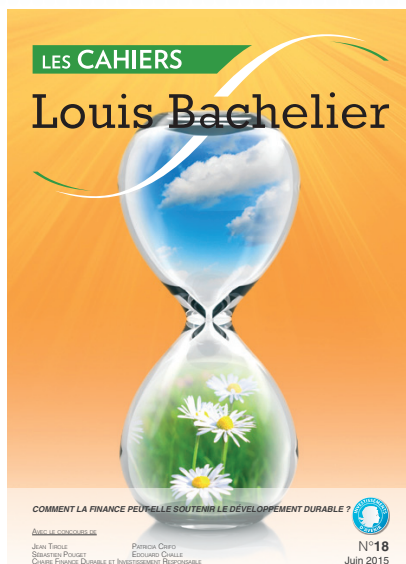
AVEC LE CONCOURS DE

JEAN TIROLE
SÉBASTIEN POUGET
CHAIRE FINANCE DURABLE ET INVESTISSEMENT RESPONSABLE

PATRICIA CRIFO
EDOUARD CHALLE



N°18
Juin 2015



LES CAHIERS LOUIS BACHELIER
N°18 - juin 2015

PUBLICATION DE
L'INSTITUT LOUIS BACHELIER
Palais Brongniart
28 place de la Bourse
75002 PARIS
Tél. 01 73 01 93 40
www.institutlouisbachelier.org
www.louisbachelier.org

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION
Jean-Michel Beacco

CHEF DE PROJET
Cyril Armange

CONTACT
cyril.armange@institutlouisbachelier.org

RÉDACTRICE EN CHEF
Isaure du Fretay
iduafretay@lacotebleue.fr

JOURNALISTE
Coralie Bach
coralie.bach@institutlouisbachelier.org

**CONCEPTION GRAPHIQUE,
COUVERTURE ET RÉALISATION**
Gaël Nicolet
La Cote Bleue : 10-12 place Vendôme
75001 Paris
Tél. 01 44 76 85 85
www.lacotebleue.fr

IMPRIMEUR
Kava : 42, rue Danton
94270 Le Kremlin-Bicêtre
Tél. 06 14 32 96 87



IMPRIM'VERT®

SOMMAIRE

4 Les actionnaires comme moteur de la responsabilité sociale des entreprises

D'après les travaux de Jean Tirole

6 Comment attirer les particuliers vers l'investissement socialement responsable ?

D'après un entretien avec Sébastien Pouget

8 Le marché obligataire valorise l'engagement ESG des États

D'après un entretien avec Patricia Crifo

10 La recherche au service d'une finance responsable

D'après les travaux d'Edouard Challe, Patricia Crifo et Sébastien Pouget

12 L'éthique et le marché

Une tribune de Jean Tirole

Louis Bachelier
.org

ÉDITO

Créée en 2007 à l'initiative de l'Association Française de la Gestion Financière (AFG), la Chaire Finance Durable et Investissement Responsable (FDIR) fonctionne depuis huit ans autour d'une vingtaine de chercheurs de renommée internationale. La chaire a produit de nombreuses contributions scientifiques dans le champ de la finance responsable qui sont synthétisées dans ces Cahiers Louis Bachelier. En suscitant la rencontre entre chercheurs et praticiens, la chaire permet d'identifier des problématiques de recherche pertinentes et de réaliser des études de terrain à grande échelle. Ce numéro illustre ces deux aspects avec un article sur les dettes souveraines et un autre sur la motivation des investisseurs pour l'investissement socialement responsable.

Patricia
Crifo



Sébastien
Pouget

La crise de la dette grecque de 2010 rappelant que les obligations souveraines sont loin d'être des actifs sans risque, il est devenu important d'identifier quels sont les déterminants principaux du coût de la dette souveraine. En 2013, l'Allemagne, dont l'endettement représentait 80 % du PIB, empruntait à 10 ans à un taux de 1,9 % alors que l'Australie, avec un niveau de dette avoisinant 1/3 de son PIB seulement, empruntait à 4,23 %. Sur quels critères les investisseurs se basent-ils pour analyser le risque des obligations souveraines ? Les chercheurs de la chaire FDIR se sont intéressés au rôle des critères extra-financiers et leurs principaux résultats sont ici présentés.

Une autre question centrale de la finance durable est de savoir comment orienter l'épargne des investisseurs vers les entreprises responsables. En particulier, les investisseurs individuels représentant moins de 5 % des montants investis dans les fonds ISR, il apparaît crucial pour le développement de ces fonds de mieux comprendre les déterminants de la demande des individus. Grâce au soutien de plusieurs partenaires de la Chaire FDIR, les chercheurs ont pu réaliser une étude sur plus de trois mille individus, clients de banques-assurances françaises. Vous pourrez lire les résultats principaux de cette étude dans les présents Cahiers.

La conférence inaugurale de création de la chaire en 2007 a été donnée par Jean Tirole, lauréat 2014 du Prix de la Banque de Suède en Sciences Economiques en Mémoire d'Alfred Nobel, un contributeur particulièrement prolifique de la Chaire depuis son lancement. Une présentation synthétique de ses apports à la compréhension de la finance responsable est offerte dans ce numéro des Cahiers, ainsi qu'un article sur les liens entre l'éthique et le marché.

Bonne lecture !

Patricia Crifo et Sébastien Pouget, co-directeurs de la Chaire FDIR

PARTENAIRES



Les actionnaires comme moteur de la responsabilité sociale des entreprises

Dans un contexte de défaillance des marchés et des Etats, les investisseurs doivent prendre le relais et remettre les enjeux de long terme au centre des préoccupations des entreprises.

A retenir

- Les marchés et les Etats sont parfois défaillants. Les externalités positives des entreprises sont insuffisamment récompensées, et les externalités négatives insuffisamment pénalisées.
- La structuration des rémunérations peut encourager les dirigeants à se focaliser sur les objectifs de court terme, au détriment des enjeux du long terme.
- Les actionnaires doivent pallier ces défaillances en incitant les entreprises à agir de façon socialement responsable.

D'après les articles "Individual and Corporate Social Responsibility" et "The Bonus Culture: Competitive Pay, Screening, and Multitasking" de Roland Bénabou and Jean Tirole.

Quel est le rôle d'une entreprise ? Quelle responsabilité doit-elle assumer au sein de la société ? Comment doivent se positionner les actionnaires vis-à-vis de ces problématiques ? Si la notion de responsabilité sociale des entreprises est ancienne, elle a, au cours des dernières années, fortement évolué.

L'un des premiers à avoir discuté, avec grand fracas, de ce concept est Milton Friedman dans l'article "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits" (1970). Selon sa vision, l'objectif unique des entreprises est de maximiser leurs profits, présents et futurs. La recherche de profits est, selon Friedman, alignée sur l'intérêt social. Les économistes partent en effet parfois de l'hypothèse que les marchés comme les Etats fonctionnent à la perfection. Grâce aux marchés concurrentiels, les entreprises et les individus disposent des biens et services dont ils ont besoin, tandis que l'Etat pénalise, par le biais de la réglementation ou de la taxation, les comportements négatifs pour la société (par

exemple la pollution). Les entreprises recherchent ainsi la hausse de leurs bénéfices tout en internalisant les conséquences, positives ou négatives, de leurs actes sur la société. D'où l'idée de Friedman de généralisation de la main invisible par une séparation des tâches, l'Etat corrigeant les externalités et l'entreprise maximisant son profit. Une affirmation cohérente mais dont les hypothèses ne collent pas toujours à la réalité.

Pallier aux défaillances des marchés et de l'Etat

Les marchés connaissent ainsi un certain nombre de défaillances. Par exemple, ils ne pénalisent pas naturellement des activités fortement polluantes. Si l'Etat doit théori-

quement intervenir dans ce type de situations, il a lui-même ses propres limites. Manque d'information, pressions de groupes d'intérêt, ou encore incapacité à intervenir au-delà des frontières, sont autant de raisons qui contraignent son intervention.

Profitant de ces défaillances, les entreprises produisent trop d'externalités négatives et pas assez d'externalités positives. Les pénalités, comme les récompenses, données par les marchés et les Etats sont en effet parfois insuffisantes (comme le montre l'exemple criant de la sous-tarification actuelle du carbone). Roland Bénabou et Jean Tirole indiquent alors qu'il revient à l'individu d'agir en tant que salarié, consommateur ou actionnaire. Le citoyen peut directement influencer sur la stratégie de l'entreprise et lui déléguer ses actions philanthropiques en l'encourageant à agir de façon responsable. C'est le principe de la philanthropie déléguée. La responsabilité sociale de l'entreprise consiste à trouver le bon équilibre entre profits et externalités positives

Les intérêts à court terme sont souvent privilégiés au détriment des bénéfices à long terme



Jean Tirole

Jean Tirole est président de l'Ecole d'Economie de Toulouse (TSE), directeur scientifique de l'Institut d'Economie Industrielle (IDEI) à Toulouse, fondateur et président de l'Institute for Advanced Study in Toulouse (IAST), professeur invité au MIT et directeur d'études cumulant à l'Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales.

*Ancien élève de l'Ecole Polytechnique (promotion 1973) et docteur en économie (1981, MIT), Jean Tirole a publié plus de 200 articles dans des revues internationales ainsi que 11 livres dont *A Theory of Incentives in Regulation and Procurement* (avec Jean-Jacques Laffont), *The Theory of Industrial Organization* et *The Theory of Corporate Finance*.*

Jean Tirole a reçu de nombreuses récompenses académiques dont la médaille d'or du CNRS en 2007 et le Prix de la Banque de Suède en sciences économiques en mémoire d'Alfred Nobel en 2014.

afin de satisfaire les actionnaires, les consommateurs, et les autres parties prenantes. Une politique qui peut s'avérer payante pour l'ensemble des parties. Ainsi, lorsque Starbucks a décidé d'utiliser du café issu du commerce équitable, les consommateurs ont accepté de payer un surcoût pour cet engagement.

Concilier court et long termes

La responsabilité sociale des entreprises trouve également sa justification dans les conflits d'intérêts entre court et long termes. Le premier est souvent privilégié par rapport au second. Or, la maximisation des profits à court terme entraîne souvent, en dommage collatéral, la production d'externalités négatives sur le long terme. Par exemple, des économies sur la maintenance peuvent provoquer une catastrophe écologique ou la mise sur le marché d'un produit attrayant mais dangereux des conséquences sanitaires.

Cette dissonance entre les échéances est due en partie aux schémas de rémunération des managers. Les primes sont généralement associées à des objectifs de court terme, plus facilement mesurables et plus visibles que les performances à long terme. En outre, la fréquence rapprochée des instances de gouvernance (qui se justifie par ailleurs) et le questionnement quant à la pérennité des managers dans l'entreprise encouragent ces derniers à se focaliser sur le court terme afin de pouvoir se targuer de bons résultats. Une autre dimension de l'investissement socialement responsable est donc de veiller au

respect d'une vision de long terme. De nouveau, l'ISR ne s'oppose pas forcément au rendement, excepté celui de court terme ici.

La concurrence pour le talent managérial peut aussi mener à des comportements court-termistes, et ce, même dans des entreprises qui réalisent un bon équilibre entre court terme et long terme. Ces dernières sont "forcées" d'augmenter la part variable de la rémunération des dirigeants pour attirer ou garder les talents, les managers les plus talentueux ayant une préférence pour la rémunération basée sur les résultats par rapport à la partie non-contingente de leur rémunération. L'idée est que le marché pour ce talent managérial force les entreprises à privilégier la "culture du bonus" et ainsi le court terme, de façon coûteuse pour la société dans son ensemble.

Aussi, lorsque les bons dirigeants sont rares et que la compétition entre les recruteurs s'accroît, les actionnaires ont tendance à accentuer les bonus liés aux résultats à court terme, plus attractifs pour les managers les plus talentueux. Les enjeux de long terme, comme la prévention des accidents du travail, ou la réduction de la pollution sont, dans ce cas, relégués au second plan. De fait, on a observé une montée simultanée de la concurrence sur le marché des dirigeants d'entreprises (comme dans d'autres professions) et des inégalités de rémunération entre dirigeants. Cet accroissement est entièrement expliqué par l'intéressement, et aucunement par une augmentation des écarts entre les salaires fixes.

Des actionnaires engagés sur le long terme

Instaurer une stratégie de responsabilité sociale au sein des entreprises est donc nécessaire pour corriger les défaillances du marché et de l'Etat, lorsqu'elles existent, et rétablir l'équilibre entre court et long termes, lorsqu'il est rompu. Mais une telle stratégie ne peut s'opérer qu'à certaines conditions. Tout d'abord, l'investissement socialement responsable vient logiquement plutôt d'investisseurs de long terme. Les actionnaires doivent également s'engager auprès de l'entreprise, en expliquant leur démarche et en soulignant les objectifs extra-financiers qu'ils jugent prioritaires. Pour cela, la logique économique (Quelles sont les défaillances de l'Etat régulateur du marché ? Y a-t-il un biais court-termiste dans l'entreprise ?) doit être mise en avant.

Enfin, une stratégie de responsabilité sociale ne portera ses fruits que si elle est partagée par un grand nombre d'entreprises. Certaines sociétés pourraient être tentées par un comportement de "passager clandestin", à savoir laisser les autres agir tout en profitant des bénéfices communs. Les fonds d'investissement socialement responsable ont, ici aussi, un rôle à jouer afin de pousser l'ensemble des entreprises dans lesquelles ils investissent à agir dans le même sens.



Retrouvez les travaux
de Jean Tirole
sur <http://fdi.idei.fr>
et sur www.louisbachelier.org

Comment attirer les particuliers vers l'investissement socialement responsable ?

Les particuliers sont encore très peu nombreux à placer leur argent directement dans un fonds socialement responsable. Est-ce dû à un désintérêt ou à une méconnaissance des produits ? Assurer une promotion efficace de l'investissement socialement responsable implique de cerner les facteurs qui encouragent ou freinent les épargnants.

A retenir

- Les particuliers semblent prêts à soutenir l'investissement socialement responsable. Dans l'expérience réalisée, 89 % des participants seraient prêts à choisir des fonds responsables.
- La propension à miser sur l'ISR varie toutefois selon le profil psychologique de l'individu.
- Les personnes convaincues que leurs actions individuelles peuvent avoir un impact sur la société seraient plus enclines à choisir un fonds responsable.
- La présence d'un label ou d'une certification ISR semble augmenter l'attractivité d'un fonds.

D'après le document de travail "Why do investors buy socially responsible investment funds?" de Jean-François Bonnefon, Marco Heimann et Sébastien Pouget.

Les taux de rendement ne sont plus les seuls à capter l'attention des analystes. Les critères extra-financiers sont de plus en plus pris en compte, si bien que l'Investissement Socialement Responsable (ISR) représente aujourd'hui autour de 20 % des actifs sous gestion en Europe. Mais la poursuite de son développement passe par une meilleure compréhension des freins et des motivations des investisseurs vis-à-vis de l'ISR. La marge de progression est en effet réelle, notamment chez les particuliers qui ne représentent que 4 % des montants investis¹.

Comment expliquer une si faible participation ? Les épargnants sont-ils réfractaires aux fonds ISR ? Existe-t-il des leviers d'action pour augmenter leurs investissements ?

Afin de répondre à ces questions, Sébastien Pouget, en collaboration

avec Jean-François Bonnefon et Marco Heimann, a développé une méthodologie innovante : placer des clients d'un réseau bancaire ou de banque-assurance dans une situation réelle d'investissement afin d'étudier leurs choix et comportements. Un jeu concours a ainsi été organisé. Son principe est simple : chaque participant répond à un questionnaire dans lequel il indique comment il répartirait 5.000 euros entre différents fonds (ISR et non-ISR), sachant qu'une personne sera tirée au sort et recevra effectivement les fonds choisis².

L'impact sociétal des fonds ISR semble être un puissant levier pour attiser la demande des investisseurs individuels

L'expérience permet d'étudier deux éléments : le fait d'investir ou non dans un fonds ISR, et le montant alloué aux fonds ISR. Ces choix sont ensuite analysés en fonction de paramètres psychologiques, financiers, et externes (comme la présence ou non d'un label ou d'une certification ISR). "Tous les participants n'ont pas reçu exactement les mêmes propositions, souligne Sébastien Pouget. Certains se sont vus proposer deux fonds ISR, d'autres cinq ; la labellisation ou certification d'un fonds ISR a parfois été mise en avant, parfois non. Nous avons ainsi pu mesurer l'impact de chaque facteur."

Des investisseurs aux convictions fortes

Les résultats sont plutôt encourageants pour les partisans de l'ISR puisque 89 % des participants choisiraient d'investir, au moins

1. Source Eurosif 2014

2. L'étude a fait l'objet d'une déclaration à la CNIL et a été réalisée sous le contrôle d'un huissier de justice.



Sébastien Pouget

Sébastien Pouget est professeur de finance à l'IAE de Toulouse et membre de la Toulouse School of Economics (Université Toulouse 1 Capitole). Il a été professeur invité à l'Université de Princeton où il enseignait la gestion de portefeuille et la finance comportementale, et à l'Université de New York – Campus de Shanghai où il a donné un cours de finance d'entreprise. Ses recherches étudient les marchés financiers avec une approche multidisciplinaire qui mêle l'économie, la psychologie, et l'histoire. Elles ont été publiées dans des revues internationales telles

qu'Econometrica, le Journal of Finance ou la Review of Economic Studies. Sébastien Pouget co-dirige la chaire "Finance Durable et Investissement Responsable" (chaire FDIR).

Méthodologie

L'étude a été conduite auprès de 3100 clients de réseaux de banque et de banque-assurance partenaires de la Chaire FDIR. Dans le cadre de la participation à un jeu concours, chaque personne indique comment elle investirait un gain de 5.000 euros entre différents fonds, conventionnels et ISR. A la fin de l'expérience, l'un des participants est tiré au sort et remporte les fonds choisis. Outre les choix d'investissement, le questionnaire permet de déterminer le profil psychologique de l'individu (altruisme, souci d'image sociale, biais pour le présent, propension à prendre des risques, efficacité individuelle perçue) et son niveau de connaissance dans le domaine financier.

pour partie, dans un fonds socialement responsable. De plus, les montants investis dans un fonds ISR sont 40 % plus importants que ceux investis dans un fonds traditionnel de la même catégorie d'actifs. Au-delà de ces moyennes, l'étude souligne plusieurs facteurs influençant l'investissement socialement responsable.

Le profil psychologique des individus joue ainsi un rôle primordial. Le premier critère est celui de "l'efficacité individuelle perçue", à savoir la capacité d'influence que pense avoir un individu sur la société dans son ensemble. Les efforts d'une personne en faveur du développement durable, via des choix de consommation par exemple, peuvent-ils avoir un impact social ou environnemental ? La réponse est directement liée aux convictions personnelles. Les individus persuadés de leur "efficacité individuelle" sont plus enclins à investir dans l'ISR. Selon l'étude, une augmentation de 1 % de "l'efficacité individuelle perçue" accroît les investissements de 7 %. De même, les personnes soucieuses de leur image sociale sont plus attentives aux critères extra-financiers. L'expérience réalisée montre, par exemple, que ces épargnants sont plus nombreux à opter pour un produit ISR lorsqu'ils savent que leur décision d'investissement sera communiquée via un site internet.

Les préférences temporelles des épargnants sont également essentielles. Les épargnants impatientes, privilégiant le présent au futur, misent peu dans les fonds ISR plutôt orientés sur le long terme.

Mieux vaut limiter le nombre de fonds proposés

L'autre axe impactant les investissements porte sur la présentation et la communication de l'offre. La simplicité et la sélectivité semblent de rigueur puisque, plus le nombre de fonds présentés est important, plus les investissements ISR sont faibles. Ainsi, lorsque seuls deux fonds ISR sont proposés aux participants du jeu concours, 95 % d'entre eux misent sur l'un de ces produits. Ils ne sont plus que 83 % lorsque cinq fonds sont proposés. Par ailleurs, l'existence d'un label ou d'une certification attestant l'orientation socialement responsable du fonds augmente la probabilité d'investir dans l'ISR de 5 % lorsque beaucoup de fonds sont proposés. Il semble donc que les particuliers soient prêts à investir dans l'ISR à condition que l'offre soit facilement lisible.

Enfin, les facteurs économiques et financiers comme le niveau de risque ou l'impact social attendu influent logiquement sur les choix des épargnants. Plus l'impact attendu est élevé, plus la proba-

bilité d'investir ISR et les montants investis sont importants. De même, la probabilité d'investir dans l'ISR augmente lorsque le risque perçu est relativement faible.

Les particuliers n'ont donc pas d'aversion vis-à-vis de l'ISR, même si, pour l'heure, leurs investissements demeurent limités. Une distorsion entre la théorie et la pratique qui s'expliquerait en partie par des erreurs de communication autour de ces produits : "Les fonds ISR sont moins mis en avant que les produits classiques dans les réseaux bancaires, affirme Sébastien Pouget. Leurs performances sont pourtant honorables. Il faut certainement revoir la conception et la communication de ces fonds. Notre étude plaide en faveur de fonds ISR dont l'impact pourra être facilement démontré et en faveur de politiques de communication qui valorisent le rôle des individus dans la société."

Un engagement socialement responsable mis en avant par un label ou une certification et une offre de fonds ISR claire et systématique devraient permettre de séduire plus d'épargnants.



Retrouvez l'entretien
de Sébastien Pouget
sur <http://fdir.idei.fr>
et sur www.louisbachelier.org

Le marché obligataire valorise l'engagement ESG des Etats

La crise des dettes souveraines a incité les acteurs économiques à revoir l'évaluation des obligations émises par les Etats. Le risque associé est-il uniquement dû aux conditions macro-économiques du pays ? Les critères extra-financiers influencent-ils sur le niveau de risque, et donc sur le coût de la dette ?

A retenir

- Les facteurs macro-économiques ne sont pas les seuls déterminants du prix d'une obligation souveraine. Les marchés intègrent également les performances extra-financières des Etats. De bonnes performances en matières environnementale, sociale et de gouvernance diminuent le coût de la dette d'un Etat.
- L'impact des éléments extra-financiers est encore plus important sur les obligations de court terme.

D'après l'article "Measuring the effect of government ESG performance on sovereign borrowing cost" de Patricia Crifo (Ecole Polytechnique, Université Paris Ouest & Cirano), Marc-Arthur Diaye et Rim Oueghliissi (Université d'Evry), et un entretien avec Patricia Crifo.

Pendant longtemps, les obligations émises par les gouvernements des pays développés ont été considérées comme des actifs relativement sûrs pour les investisseurs institutionnels. Mais la crise grecque de 2010 a rappelé que la dette pouvait être très volatile et que les obligations souveraines étaient loin d'être infaillibles. Certains reprochent aux agences de notation de n'avoir pas correctement anticipé cette réalité. Leur méthode d'analyse, extrêmement financière, serait-elle en cause ? Les fondamentaux économiques d'un pays sont-ils suffisants pour appréhender le marché des obligations souveraines ou faut-il intégrer des éléments extra-financiers ? Les marchés eux-mêmes prennent-ils en considération les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) de manière explicite et pas uniquement implicite ?

La recherche académique est plutôt rare sur ce sujet. L'attention limitée aux performances ESG des Etats sur le marché des obligations souveraines s'explique, notamment, par le fait que ces facteurs soient considérés comme qualitatifs. Or, les principaux déterminants identifiés des rendements obligataires sont essentiellement quantitatifs, qu'ils soient en lien avec les performances macro-éco-

miques des pays (état des finances publiques, taille du marché obligataire), avec les facteurs internationaux, ou avec l'aversion au risque.

Les critères ESG impactent le coût de la dette

Dans cet article, Patricia Crifo, Marc-Arthur Diaye et Rim Oueghliissi proposent d'étudier la relation entre performance financière et extra-financière des fonds obligataires en examinant le lien entre les facteurs ESG et le rendement des obligations souveraines. Plus précisément, les auteurs étudient l'impact des performances ESG des pays, mesurées par les notations Sustainable Country Ratings de l'agence de notation extra-financière Vigeo, sur les spreads des obligations des Etats. Pour ce faire, les chercheurs s'appuient sur les données de 23 pays de l'OCDE sur la période de 2007-2012.

Une amélioration du score ESG des Etats peut contribuer à faire diminuer l'écart de taux d'intérêt relatif sur la dette

Cette étude montre que les critères financiers n'expliquent pas tout. En effet, si les facteurs macro-économiques, comme l'inflation ou le niveau d'endettement, demeurent les premiers déterminants des spreads, ils n'expliquent pas un écart résiduel entre deux pays "économiquement" comparables. De même, comment justifier que l'Australie, dont l'endettement représente un tiers du PIB, emprunte à un taux de 4,23 %¹ sur 10 ans, alors que l'Allemagne, plus endettée (environ 80 % du PIB) ne paie que 1,9 % d'intérêts.

Une réponse se trouve du côté des critères extra-financiers. Les notations ESG affectent négativement les spreads, c'est à dire les taux d'intérêts relatifs (par rapport au taux américain). Les effets marginaux mis en évidence indiquent que pour un pays dont le taux d'intérêt aurait été de 2 points de pourcentage plus élevé que le taux américain (5 % par rapport à 3 % par exemple), une amélioration de l'indice Vigeo d'un point ferait baisser l'écart de taux de 0,4 à 0,6 points de pourcentage. "D'un point de vue strictement financier, la dette se résume à un coût. Mais l'analyse ESG appréhende également la dette sous l'angle de son utilisation, explique Patricia Crifo. Comment est-elle dépensée ?

1. Chiffres 2013



Patricia Crifo

Ancienne élève de l'Ecole Normale Supérieure de Cachan, Patricia Crifo est professeur à l'Université Paris Ouest Nanterre et à l'Ecole Polytechnique, chercheur associé externe de CIRANO (Montréal) et membre du Conseil Economique du Développement Durable et de la Commission des Comptes et de l'Economie de l'Environnement. Elle est également co-responsable de la chaire Finance Durable et Investissement Responsable (TSE – IDEI et Ecole Polytechnique). En 2010, elle

a été nominée au prix du Meilleur Jeune Economiste (Le Monde/Cercle des économistes).

Marc-Arthur Diaye

Marc-Arthur Diaye est maître de conférences à l'Université Evry-Val d'Essonne, directeur du département économie et Conseiller Scientifique au Commissariat Général à la Stratégie et la Prospective. Ses thèmes de recherche portent sur la théorie de la décision et l'économie appliquée. Ses travaux ont été publiés notamment dans les revues Journal of Mathematical Psychology ou British Journal of Industrial Relations.



Rim Oueghliissi

Rim Oueghliissi est doctorante au sein du département économie de l'Université d'Evry-Val d'Essonne. Sa thèse est menée en co-tutelle avec l'Institut des Hautes Etudes Commerciales de Tunis. Elle porte sur la RSE et l'ISR et leurs liens avec la performance économique et financière des entreprises. En 2013, elle a publié un article dans la Revue Française de Gestion, pour un numéro spécial sur l'ISR.



Méthodologie

Les auteurs ont examiné la corrélation empirique entre les écarts de rendements des obligations souveraines et la responsabilité sociale et environnementale des Etats développés, et ce pour trois maturités considérées (2 ans, 5 ans et 10 ans).

Pour ce faire, ils ont utilisé une analyse économétrique, en données de panel, effectuée sur un échantillon de 23 pays de l'OCDE couvrant la période de 2007-2012. La responsabilité sociale et environnementale a été évaluée d'après les notations Sustainable Country Ratings de Vigeo.

Finance-t-elle des investissements de long terme visant à améliorer la santé ou l'éducation par exemple ? La dette publique peut alors aussi être considérée comme positive sur certains aspects."

Un impact plus marqué sur le court terme

Contrairement aux idées reçues, le marché ne s'intéresse donc pas uniquement aux critères financiers mais intègre également les performances environnementales, sociales et de gouvernance des Etats. "La notation extra-financière est une information en soi qui est valorisée par le marché" indique Patricia Crifo. L'effet des notations extra-financières sur les spreads des Etats varie toutefois selon les

maturités retenues : plus la maturité est courte, plus l'impact est important. La corrélation observée entre les performances ESG d'un pays et le taux d'intérêt appliqué à ses titres est ainsi plus forte pour les obligations à 2 ans que pour les obligations à 10 ans.

Ces résultats, robustes à différentes spécifications, soulignent, par ailleurs, l'importance du rôle des notations extra-financières dans l'évaluation du risque sur le marché financier. En particulier, les auteurs montrent que le contenu informationnel des notes ESG va au-delà de l'ensemble de variables quantitatives utilisées traditionnellement comme déterminant de la notation extra-financière. En effet, si la notation extra-financière reflète en partie des indicateurs comme les

émissions de CO2, la part des espaces protégés, la part des dépenses de protection sociale et de santé dans le PIB, ou encore la qualité des institutions, elle apporte une évaluation additionnelle de la performance ESG des Etats qui compte dans le coût de la dette souveraine.

L'étude montre d'ailleurs que les objectifs financiers et extra-financiers peuvent être alignés. De quoi inciter les Etats à mieux intégrer le développement durable dans leur politique.



Retrouvez l'entretien
de Patricia Crifo
sur <http://fdlr.idei.fr>
et sur www.louisbachelier.org

La recherche au service d'une finance responsable

Comment gérer de façon responsable les ressources économiques et naturelles ? Quelles bonnes pratiques adopter ? Quelle régulation ? Quels modes de calculs ? Ces questions sont devenues centrales. La Conférence des Nations unies sur les changements climatiques, qui doit prochainement se tenir à Paris en est une illustration. Dans ce contexte, la recherche académique, comme celle menée par la chaire Finance Durable et Investissement Responsable, apporte ses contributions à une meilleure compréhension de ces enjeux.

Au cours de la dernière décennie, l'exigence d'un développement économique durable et responsable est devenue pressante. Mais cette préoccupation génère aussi de nombreuses interrogations : La responsabilité sociale des entreprises est-elle source de performance ? Quelles peuvent être les motivations des investisseurs responsables ? Quels rôles doivent jouer les actionnaires ? Autant de problématiques étudiées par la chaire Finance Durable et Investissement Responsable. Cet article met l'accent sur deux autres thèmes tout aussi majeurs : la problématique de l'évaluation des événements très lointains et l'impact d'une gouvernance indépendante sur les performances de l'entreprise.

Quelle valeur donner à des bénéfices futurs ?

Les investisseurs privés, comme les politiques, évaluent l'intérêt d'un projet en comparant les coûts qui lui sont associés aux bénéfices futurs. Mais, au-delà de l'estimation de ces recettes, il s'agit de savoir quelle valeur donner aujourd'hui à des bénéfices qui ne se concrétiseront que dans 5, 10 ou 20 ans. Ce calcul est effectué via un taux d'actualisation. Plus le taux d'actualisation est élevé, plus le présent est privilégié. Au contraire, plus le taux est bas, plus les efforts présents consentis en faveur d'un bénéfice futur seront importants.

Les individus étant généralement caractérisés par une certaine impatience, ils privilégient une richesse immédiate à une richesse plus lointaine. Dans ce contexte, les projets de long terme sont pénalisés par un taux d'actualisation élevé, ce qui réduit leur attractivité.

L'économiste William D. Nordhaus recommande, par exemple, d'utiliser

un taux d'actualisation de 4 %. Un tel taux valorise à une tonne de blé un projet qui générerait 50 tonnes de blé 100 ans plus tard. Cela signifie que si un projet doit produire 50 tonnes de blé dans 100 ans, mais que le coût initial est de 2 tonnes, le projet ne sera pas retenu.

Cette méthode pénalise particulièrement les projets en matière de développement durable. En effet, leurs bénéfices ne se concrétisent généralement qu'après plusieurs années. Ainsi, développer les énergies renouvelables, via la construction de nouvelles infrastructures, implique un coût immédiat important tandis que les bénéfices environnementaux ne seront visibles que de nombreuses années plus tard. Les méthodes d'actualisation traditionnelles, qui incitent à employer un taux élevé pour les projets les plus longs, pourraient freiner de tels investissements.

Moins pénaliser les projets de long terme

Plusieurs chercheurs de la chaire, dont Christian Gollier, membre du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) et Nicolas Treich, membre de la Plateforme nationale d'actions globales pour la Responsabilité Sociétale des Entreprises, ont travaillé sur ce sujet.

Leurs travaux suggèrent que le taux d'actualisation de 4 % proposé par William D. Nordhaus pénalise de

manière excessive les projets de long terme, et qu'une telle pénalité n'est pas nécessairement justifiée. Tout d'abord, les risques de long terme sont beaucoup plus difficiles à quantifier que les risques de court terme. Ensuite, il est très difficile, pour ne pas dire impossible, de prévoir le taux de croissance économique des 100 prochaines années. Or un taux de croissance faible, ce qu'on ne peut exclure à un tel horizon, est associé à un taux d'intérêt faible. Ainsi, la prise en compte de l'incertitude sur l'avenir et la possibilité d'une longue période de stagnation font qu'un taux d'actualisation inférieur à 4 % pour les projets de très long terme serait sans doute plus approprié.

En outre, le bien-être des populations ne dépend pas uniquement de leur consommation de produits et services mais aussi de leur capacité à profiter d'un air pur, d'une eau saine, et de beaux paysages ; autant de "biens" qui peuvent être endommagés par l'activité économique si la régulation n'est pas efficace. Cette complémentarité entre les biens environnementaux et les biens de consommation standards n'est pas correctement prise en compte par les agents économiques, qui perçoivent mal l'impact négatif d'une dégradation de l'environnement sur la manière dont ils profiteront à l'avenir des biens standards. De ce point de vue, un taux d'actualisation faible qui stimule les investissements environnementaux favorise non seulement l'environnement lui-même mais aussi la jouissance des biens standards.

Enfin, l'incertitude quant aux résultats des projets de développement durable interagit parfois avec le processus d'apprentissage des agents. D'un côté, l'incertitude sur les impacts à long terme, comme les conséquences du réchauffe-

Une pénalité élevée pour les projets de long terme n'est pas forcément justifiée

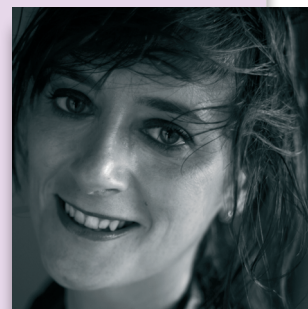


Edouard Challe

Edouard Challe est directeur de recherche CNRS et professeur à l'Ecole Polytechnique et au CREST-ENSAE. Avant de rejoindre l'Ecole Polytechnique, il a enseigné à l'Université de Paris-Dauphine et à l'Université de Cambridge.

Patricia Crifo

Patricia Crifo est professeur à l'Université Paris Ouest Nanterre et à l'Ecole Polytechnique, ainsi que chercheur associé externe de CIRANO (Montréal). Elle est co-responsable de la chaire Finance Durable et Investissement Responsable.



Sébastien Pouget

Sébastien Pouget est professeur de finance à l'IAE de Toulouse et membre de la Toulouse School of Economics (Université Toulouse 1 Capitole). Il co-dirige la chaire Finance Durable et Investissement Responsable.

ment climatique, conduit à utiliser des taux d'actualisation plus faibles. De l'autre, l'amélioration progressive des connaissances scientifiques en la matière réduit cette incertitude ce qui appelle, au contraire, à utiliser un taux d'actualisation plus élevé.

Des administrateurs indépendants : une source d'efficacité ?

Les chercheurs se sont également penchés sur la question de l'indépendance des administrateurs. Celle-ci est traditionnellement vue comme une garantie de transparence, de bonne gestion, et donc de performance de l'entreprise. Le meilleur argument en faveur de l'indépendance a probablement été donné par Gordon (2007) : les administrateurs indépendants assurent que les informations du marché soient rapidement intégrées dans les décisions des managers, et protègent ainsi les intérêts des actionnaires.

L'éclatement de l'actionnariat des entreprises a renforcé cette exigence. Aussi, la France a progressivement suivi l'exemple américain en pronant un pourcentage minimal d'administrateurs indépendants. Le code de l'Afep et du Medef, auquel doivent

"se conformer ou s'expliquer" les entreprises cotées, recommande qu'au moins la moitié des administrateurs soient indépendants. Mais cette préconisation est-elle réellement source de performance ?

Edouard Challe, Sandra Cavaco, Patricia Crifo, Antoine Reberlioux et Gwenaél Roudaut ont vérifié cette hypothèse lors d'une étude portant sur 341 sociétés françaises cotées. Ils ont ainsi analysé le lien entre la part des administrateurs indépendants et les performances financières des sociétés. L'étude considère comme indépendant un administrateur qui n'a pas été membre du conseil depuis plus de neuf ans, n'appartient pas à la direction de la société (ni à celle d'une autre entreprise dans laquelle siègerait un membre de la direction de la société visée), ne possède pas plus de 3 % des droits de vote, et n'est pas en relation d'affaires avec la société dont il est administrateur. Il s'agit là d'une définition assez stricte de l'indépendance (plus stricte que celle de l'AMF par exemple), qui comprend certes sa part d'arbitraire mais a l'avantage d'offrir une délimitation claire entre "indépendant" et "non indépendant", délimitation nécessaire à tout travail empirique.

Etonnement, l'étude révèle une relation négative entre indépendance du conseil d'administration et performance financière : en moyenne sur la période considérée, les entreprises dont les conseils comprenaient une proportion plus importante d'administrateurs indépendants ont plutôt eu une moins bonne performance. Deux explications préliminaires sont avancées. Tout d'abord, les administrateurs indépendants étant par définition moins liés au secteur de l'entreprise que les "insiders", ils peuvent manquer d'expertise sur l'activité de l'entreprise. Ensuite, les chefs d'entreprise peuvent se montrer réticents à partager des informations avec des personnes censées les contrôler. Au final, les administrateurs indépendants semblent ne pas disposer des éléments nécessaires au bon exercice de leur fonction.

Ces résultats suggèrent qu'en France, les coûts liés à l'indépendance auraient été supérieurs aux bénéfices cette dernière décennie.



Retrouvez les travaux d'Edouard Challe, Patricia Crifo et Sébastien Pouget sur <http://fdi.idei.fr> et sur www.louisbachelier.org

LA TRIBUNE DE JEAN TIROLE¹



L'éthique et le marché

L'éthique face au marché : Est-il possible, et même souhaitable, d'exclure une fois pour toutes certains domaines de la loi du secteur marchand ? Pour Jean Tirole, Président de Toulouse School of Economics, la question est bien plus complexe qu'elle n'en a l'air.

Limites morales du marché...

Aux yeux des économistes, le marché est un puissant mécanisme d'allocation des ressources. Il protège aussi le citoyen des lobbies et du pouvoir discrétionnaire, si présents dans les économies planifiées où les mécanismes d'allocation des ressources sont plus centralisés. Pour ces raisons, il joue un rôle central dans la vie économique. Mais bénéficier des vertus du marché requiert souvent de s'écarter du laissez-faire. De fait, les économistes ont consacré une grande partie de leurs recherches à l'identification des défaillances du marché et à leur correction par la politique publique: droit de la concurrence, régulation par les autorités sectorielles et prudentielles, taxation des externalités environnementales ou de congestion, politique monétaire et de stabilité financière, mécanismes de fourniture des biens tutélaires comme l'éducation et la santé, redistribution, etc.

Les spécialistes des autres sciences sociales (philosophes, psychologues, sociologues, juristes et politistes...), une grande partie de la société civile, et la plupart des religions ont une vision différente du marché. Tout en reconnaissant ses vertus, ils reprochent souvent aux économistes de ne pas suffisamment tenir compte des problèmes d'éthique, et de la nécessité d'établir une frontière claire entre les domaines marchand et non-marchand.

Un symptôme de cette perception est le succès planétaire du livre "Ce que l'argent ne saurait acheter : les limites morales du marché" de Michael Sandel, professeur de philosophie à Harvard. Il y affirme que l'adoption d'enfants, la gestation pour autrui, la sexualité, la drogue, le service militaire, le droit de vote, la pollution ou la transplantation d'organes ne doivent pas être banalisés par le marché. Pas plus que de l'amitié, l'admission aux grandes universités

1. Texte initialement publié par Les Echos le 7 décembre 2014. Nous remercions Les Echos pour l'autorisation de reproduire ce texte ici gratuitement.

ou le prix Nobel ne doivent être achetés, ou les gènes et plus généralement le vivant ne doivent être brevetés.

... ou défaillances de marché ?

Certains de ces exemples reflètent un manque de connaissance des très nombreux travaux d'économistes depuis dix ans et parfois beaucoup plus, en Europe comme aux États-Unis. Ces travaux théoriques et expérimentaux (sur le terrain, en laboratoire ou en neuro-économie) couvrent des sujets aussi divers que la morale et l'éthique, les normes sociales, l'identité, la confiance, ou les phénomènes d'éviction engendrés par les incitations.

Par exemple, l'idée que l'on puisse acheter une vraie amitié, une admission à une université ou un prix Nobel contrevient aux théories élémentaires sur les asymétries d'information : ces "biens" perdraient leur valeur s'ils pouvaient être achetés ! Un marché pour l'adoption d'enfants où les "vendeurs" (parents biologiques, agences d'adoption) et les "acheteurs" (les parents adoptifs) s'échangeraient des enfants, n'incluraient pas une tierce partie pourtant très concernée : les enfants eux-mêmes. La question de la drogue pose, au-delà des problèmes de violence ou de santé publique liés aux drogues dures, la question de l'insuffisance d'auto-discipline et de l'addiction, dont les individus concernés sont les premières victimes. Un pays où les droits de vote s'échangeraient à un prix de marché ne mènerait pas à des politiques auxquelles nous souscrivions "derrière le voile de l'ignorance", c'est-à-dire avant de connaître notre place dans la société. Quant à la pollution, l'expérience montre que la recommanda-

tion la plus fréquente des économistes - un prix unique du polluant - a nettement diminué le coût des politiques écologiques, et par là les a nettement renforcées. Pour tous ces exemples, nous sommes donc dans le domaine des défaillances de marché, que les économistes ont toujours mises au premier plan.

Une autre limite au marché est que dans certaines circonstances les incitations qu'ils créent peuvent être contre-productives. Roland Bénabou (de l'Université Princeton) et moi-même avons supposé qu'un comportement pro-social peut être motivé par trois facteurs : une vraie générosité, une incitation (par exemple monétaire) à adopter un tel comportement, et une volonté de paraître, c'est-à-dire de donner une bonne image de soi, soit vis-à-vis de soi-même soit vis-à-vis des autres. Cette volonté de paraître peut être modélisée grâce à la théorie "des inférences" (ou "de l'attribution" en psychologie). Elle est d'autant plus importante que le comportement est public (surtout devant des personnes dont on recherche l'estime) et qu'il est mémorable. Cette recherche théorique a montré par exemple que quand cette volonté de paraître est importante, une incitation monétaire peut être contreproductive. En cas de paiement pour un acte autrement pro-social (par exemple le don de sang), les individus ont peur que leur contribution soit interprétée comme un signe de cupidité plutôt que de générosité, et que le signal qu'ils envoient aux autres soit ainsi dilué. Contrairement à un principe de base de l'économie, une récompense monétaire peut réduire l'offre du comportement pro-social concerné. Plusieurs études empiriques réalisées ont depuis vérifié cette hypothèse.

Roland Bénabou et moi avons aussi étudié les messages envoyés par les politiques publiques quant aux normes sociales, en vigueur ou jugées devoir prévaloir par les autres membres de la société. Parfois, l'utilisation de dispositifs incitatifs signale le peu d'enthousiasme de nos concitoyens pour le bien public et par là peut détériorer la norme de comportement citoyen et se révéler contreproductive. Dans la mesure où nous désirons tous garder l'illusion que la société dans laquelle nous vivons est vertueuse, ceci éclaire aussi la résistance répandue au message des économistes, souvent porteurs de mauvaises nouvelles empiriques. Cette idée permet aussi de comprendre pourquoi les sociétés modernes, voulant signaler leurs valeurs, renoncent à la peine de mort ou à des châtiments cruels, même en cas consentement de la personne concernée à une substitution des peines habituelles.

Le domaine du non-marchand

Une identification de la nature des défaillances du marché me semble plus fructueuse pour la conception des politiques publiques qu'une simple indignation. Il convient par exemple d'aller au fond des choses et de travailler sur le terrain pour mieux comprendre. Prenons un domaine sur lequel le débat manque de profondeur et nécessiterait plus de réflexion : le don d'organe. Il y a longtemps, l'économiste Gary Becker remarquait par exemple que l'interdiction de vendre son rein limitait les dons (essentiellement réservées à la famille ou aux très proches), condamnant des milliers de personnes (rien qu'aux Etats-Unis) à mourir chaque année faute de donneur, et que donc les détracteurs des marchés d'organes ne devraient pas se targuer de moralité.

Malgré le bien-fondé de cet argument, nous éprouvons tous une certaine gêne vis-à-vis des marchés de dons d'organe. Mais il conviendrait de comprendre pourquoi. Est-ce parce que nous craignons que les donneurs ne soient pas suffisamment informés des conséquences de leur acte (dans ce cas, il y a un remède simple : l'obligation pour le donneur d'écouter une information impartiale) ? Parce que la vente d'organe, en dévoilant que des individus sont prêts à perdre un rein pour quelques centaines d'euros, révélerait des inégalités que nous voudrions bien oublier ? Ou bien parce que l'on veut protéger les gens contre leur préférence trop forte pour le présent (la préférence pour une somme disponible immédiatement contre des conséquences néfastes dans le long terme) ?

Notre attitude vis-à-vis du marché relevé peut-être aussi de notre refus de comparer l'argent avec certains autres objectifs. Par exemple, l'introduction de considérations financières heurte particulièrement nos vues sur le caractère sacré de la vie humaine. La vie, comme nous le savons, "n'a pas de valeur". L'explicitation des arbitrages liés à la santé (allocation des budgets hospitaliers ou choix de sécurité) soulève des controverses importantes. Les tabous sur la vie et la mort, faisant partie de "l'incommensurable", ont des conséquences, comme un accroissement des décès dus à notre parti pris dans les choix hospitaliers ou l'allocation des budgets de recherche médicale. Ou, pour prendre un cas moins extrême, deux chercheuses américaines ont montré que même le marché américain a priori très concurrentiel du funéraire exhibe des marges quasi-monopolistiques, en raison de notre répugnance de parler d'argent lors d'un décès d'un proche. Et pour-

tant, nous mettons tous implicitement une valeur sur la vie, celle des patients lors d'arbitrage dans les choix d'équipements hospitaliers, ou celle de nos enfants dans nos choix d'automobile ou de vacances. Mais jamais nous ne voudrions admettre que nous faisons ces arbitrages, qui nous mettent presque aussi mal à l'aise que Sophie ayant à décider lequel de ses deux enfants doit survivre sous la menace que les deux soient gazés si elle refusait de faire un choix.

Les ressorts de la moralité

Ces répugnances, ces tabous sont-ils provoqués par la peur de perte de dignité qui s'ensuivrait même si l'on ne faisait même que contempler de tels choix ? Ou par la peur que la société ne s'engage sur une pente glissante ?

Pour avancer, il faudra identifier en profondeur les ressorts de la moralité et des comportements. L'on pourra ainsi mieux comprendre comment différentes institutions, marché ou systèmes plus administrés, affectent nos valeurs et nos comportements. Une étude récente d'Armin Falk (Université de Bonn) et Nora Szech (Université de Karlsruhe) publiée dans Science montre que le partage de responsabilité érode les valeurs morales. Cette érosion s'applique aux marchés, mais existe déjà avec la même puissance dès qu'une décision implique une autre personne, autorisant (un semblant de) partage de la responsabilité. L'existence d' "excuses" ("l'on m'a demandé de le faire", "quelqu'un le ferait de toute façon si je ne le faisais pas", "je ne savais pas", "tout le monde le fait", etc) a dans toutes les organisations permis la mise au rencart des réticences à des comportements peu éthiques.

La définition des politiques économiques ne peut se satisfaire d'une dichotomie arbitraire entre domaine du non-marchand et domaine marchand et des cantonnements dans des postures morales. Comme le note le psychologue et professeur d'éthique Jonathan Haidt, la morale commune réfère non seulement à des externalités, mais aussi à des condamnations de comportements sans victime claire. Or il y a moins d'un demi-siècle, l'opinion majoritaire condamnait les actes sexuels entre deux personnes du même sexe, ou (aux Etats-Unis) entre deux personnes de races différentes, ou encore impliquant une femme (mais pas un homme) non-mariée. Sur un terrain plus économique, les droits d'émission négociables inspiraient il y a vingt ans un dégoût généralisé, avant qu'ils se banalisent une fois qu'il fut compris par une frange de la population qu'ils promouvaient la cause écologique. Nos sentiments de répulsion sont très peu fiables comme source d'inspiration éthique. Le progrès de la civilisation nécessite de questionner ces sentiments et de privilégier la réflexion dans la conception des politiques publiques.

Il nous faut mieux comprendre les fondements des craintes vis-à-vis de la marchandisation de certains domaines ainsi que ceux de la moralité. Ce que la communauté des chercheurs, y compris Roland Bénabou, Armin Falk et moi-même, va continuer d'explorer dans les années à venir.



Retrouvez la tribune
de Jean Tirole
sur <http://fdir.idei.fr>
et sur www.louisbachelier.org

À PARAÎTRE

Opinions & Débats N°11

Les articles publiés dans la série "Opinions & Débats" offrent aux spécialistes, aux universitaires et aux décideurs économiques un accès aux travaux de recherche les plus récents. Ils abordent les principales questions d'actualité économique et financière et fournissent des recommandations en termes de politiques publiques.

The Opinion and Debates series sheds scientific light on current topics in economics and finance. Bringing together several types of expertise (from mathematicians, statisticians, economists, lawyers, etc.) this publication makes recommendations in the formulation and implementation of government economic policies.

