

## GT2 : Stratégie des entreprises, relations avec les parties prenantes et finance durable

### Réunion thématique RSE et ISR: 'mainstreaming', communication et performance Analyses empiriques

Vendredi 19 juin 2009 à l'AFG

#### Compte Rendu

Pour 2/3 des managers et  $\frac{3}{4}$  des professionnels de l'investissement interrogés par McKinsey-BCCC en novembre 2008, la RSE crée de la valeur pour les actionnaires dans un contexte économique stable.

Toutefois, les nombreuses études académiques empiriques sur les liens entre performance financière et ISR ou RSE n'aboutissent à aucun consensus. Au mieux, les conclusions mises en avant se bornent à réfuter l'argument qu'il y aurait un prix à payer (en terme de moindre performance financière) à prendre en compte la RSE dans les choix d'investissement.

L'objet de cette réunion du GT2 est de présenter les travaux empiriques menés dans le cadre de la chaire FDIR sur le thème de « RSE et ISR: 'mainstreaming', communication et performance ». Deux dimensions seront privilégiées :

- Etude de terrain sur la tendance vers le 'mainstream' dans les équipes d'analystes ISR en France
- Etudes économétriques sur les stratégies de RSE, de la communication à la recherche de performance financière.

Les travaux présentés à l'occasion de cette réunion ont souligné les résultats suivants :



ASSOCIATION  
FD & IR



**Patricia Crifo (Ecole Polytechnique) & Sandra Cavaco (U. Paris 2 Panthéon Assas): "The CSP-CFP 'missing' link: complementarity between environmental, social and governance practices?"**

Le lien entre performance sociale et environnementale (« corporate social performance », dénommée CSP) et performance financière (« corporate financial performance », dénommée CFP) a reçu une attention considérable dans la littérature depuis ces 3 dernières décennies mais aucun consensus n'a émergé (voir par exemple Margolis & Walsh, 2003, ou Margolis, Elfenbein & Walsh, 2007).

Des travaux récents mettent en lumière de nombreux biais et problèmes posés par ces approches (eg: Elsayed & Paton, 2005 or McWilliams & Siegel, 2000) parmi lesquels: mauvaises spécifications (endogénéité des variables); variables omises dans les déterminants de la profitabilité; données limitées (faibles échantillons, périodes anciennes); analyses en coupes transversales invalides en présence d'hétérogénéité des firmes ; problèmes dans les mesures de la RSE et de la performance financière etc. Un autre problème concerne le sens de la causalité entre CSP et CFP : une meilleure performance sociale et environnementale conduit-elle à une meilleure performance financière ou au contraire une bonne performance financière est-elle la condition préalable à une bonne RSE ?

Dans cet article nous considérons que l'absence de consensus sur le lien entre CSP et CFP suggère que ce serait une combinaison particulière de pratiques environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) qui puisse impacter la performance financière.

Par définition, 2 pratiques ou plus sont complémentaires si l'utilisation plus intensive de l'une d'entre elle accroît le bénéfice marginal d'une utilisation plus intensive des autres (Milgrom & Roberts, 1995). Pendant les années 1990, cet argument a représenté un argument utile du paradoxe de Solow d'après lequel "les ordinateurs étaient présents partout dans l'économie américaine sauf dans les statistiques du PIB " (Solow, 1987). En effet, seule la combinaison de l'adoption des NTIC, l'amélioration du capital humain et l'adoption des pratiques organisationnelles innovantes complémentaires (travail en équipe, polyvalence etc.) semble avoir eu un effet sur la performance des entreprises (voir par exemple Ichniowski et Shaw 2003; Boucekkine et Crifo, 2008).

Par analogie, le lien apparemment ambigu entre CSP et CFP pourrait s'expliquer en tenant compte de la complémentarité entre les différentes dimensions de la RSE (environnement E, social S et gouvernance G).

De fait, une analyse très simple sur les données de notation de l'agence Vigeo révèle une forte corrélation entre les différents scores ESG.

Pour examiner comment la complémentarité entre les différentes dimensions de la RSE (ESG) affecte la performance financière nous réalisons une étude économétrique sur une base de données appariées CSP-CFP (Vigéo-Orbis) entre 1998 et 2007.

L'originalité de notre travail tient à la fois dans la nature du lien que nous testons entre CSP et CFP (complémentarité des pratiques E, S et G), et la méthodologie d'estimation utilisée (économétrie des données de panel - technique assez peu utilisée jusqu'à présent dans les études académiques sur ce sujet).

Depuis une vingtaine d'années, les méthodes économétriques pour traiter les données longitudinales ou de panel se sont énormément développées. De part leur double dimension (individuelle et temporelle), elles permettent une meilleure représentation de la dynamique des comportements des agents économiques et la prise en compte de leur hétérogénéité. Les données en panel permettent ainsi de contrôler pour des facteurs qui varient entre les individus, mais ne varient pas au cours du temps, des facteurs qui sont inobservables ou non disponibles et ne peuvent être inclus dans la régression. Ces différents facteurs peuvent causer des biais si l'on en

tient pas compte. Par ailleurs, ces méthodes permettent d'utiliser un panel non cylindré, c'est-à-dire un échantillon avec des observations relatives à une entreprise pour une ou plusieurs années et de conserver ainsi le maximum d'information possible (une entreprise n'est pas éliminée de l'échantillon final parce qu'elle n'est pas pérenne sur toute la période d'observation).

Nos résultats préliminaires (travail encore en cours) indiquent que la RSE aurait un impact sur la performance négatif à court terme, mais positif à long terme. Par ailleurs, la complémentarité entre les politiques E, S et G jouerait un rôle important dans la relation de long terme entre CSP et CFP. La RSE semble ainsi impliquer des coûts à court terme mais des bénéfices à long terme, suggérant un arbitrage dynamique entre les gains de court et long terme dans les politiques de développement durable et d'investissement responsable.

### **Patricia Crifo (Ecole Polytechnique) & Nicolas Mottis (ESSEC): : " Analyse ISR et gestion d'actifs, vies parallèles ou convergence en cours ? Le cas de la France "**

Le thème de l'investissement socialement responsable n'est pas nouveau aussi bien dans le management des entreprises que dans les pratiques des marchés financiers (Crifo, Ponsard, 2008). La prise en compte de cette dimension pose cependant depuis longtemps la question de l'arbitrage entre différents types de performance : la performance environnementale ou sociale s'obtient-elle au détriment de la performance financière classique, par exemple mesurée par la création de valeur actionnariale? Ou les deux types de performance sont-ils corrélés, sinon à court terme, du moins à long terme ? De nombreux travaux de recherche ont étudié cette question (voir par exemple Margolis, Elfenbein et Walsh, 2007 ; UNEP-Fi et Mercer, 2007), mais force est de constater que la réponse est loin d'être établie. La seule conclusion, finalement déjà assez forte de ces travaux, est que si la corrélation positive est difficile à prouver, il ne semble pas y avoir non plus de corrélation négative (une meilleure performance ISR ne conduit pas nécessairement à une moindre performance financière).

La prise en compte de la dimension socialement responsable dans la gestion d'actifs représente alors un vrai défi : faut-il cantonner l'usage de ces critères à des fonds spécialisés destinés à des marchés de niche (mutuelles, caisse de retraite ayant des objectifs sociaux particuliers, etc.) ou peuvent-ils apporter une valeur ajoutée à la gestion classique, reposant essentiellement sur des analyses financières et stratégiques traditionnelles. Formulé autrement, l'analyse ISR va-t-elle converger avec le « mainstream » de la gestion d'actifs ou les deux mondes vont-ils continuer à vivre leur vie en parallèle en s'adressant à des segments d'investisseurs toujours assez différenciés. La question est d'autant plus d'actualité que non seulement les fonds gérés selon des critères ISR progressent et représentent actuellement plusieurs dizaines de milliards d'euros, mais que les fonds classiques dont la gestion semble en partie influencée par les dimensions ISR dépassent la centaine de milliard d'euros (Novethic 2009a). Le périmètre concerné devient donc très significatif dans le paysage français et la crise financière semble plutôt contribuer à le renforcer.

Dans cet article, nous présentons les résultats d'une enquête sur la composition et l'activité des équipes d'analystes ISR des gestionnaires d'actifs en France début 2009. La convergence d'un marché de niche vers une intégration plus mainstream de l'évaluation extra-financière est examinée en analysant les pratiques et les perceptions des analystes interrogés.

Deux conclusions émergent de l'enquête menée:

- le champ est encore émergent et très éclaté, ce qui se traduit notamment par l'hétérogénéité des pratiques et l'absence de références incontestées pour le milieu,

- la convergence avec l'analyse mainstream semble, en tout cas dans les réponses des acteurs du domaine, déjà engagée. Sur quelques années, il est frappant de constater la montée en puissance des thèmes sur lesquels ils travaillent, les plus grandes sollicitations dont ils sont l'objet et la plus grande légitimité dont ils semblent bénéficier.

La crise financière actuelle qui a pu, par exemple, illustrer le fait que les entreprises notées comme ayant une bonne gouvernance ont finalement moins souffert que les autres pourraient venir renforcer ces évolutions. Après des décennies de cantonnement à des marchés de niche, l'ISR pourrait alors voir son impact direct (fonds ISR) ou indirect (autres fonds utilisant ces analyses) progresser significativement dans les années qui viennent.

Il est évident qu'une étude comme celle-ci ne peut conclure sur la question, notamment parce que certains acteurs clés n'ont pas répondu au questionnaire, mais elle fait tout de même ressortir quelques signaux forts dans ce sens.

### **Julien Vauday (Ecole Polytechnique) & Remi Bazillier (U. Orléans) : "The greenwashing machine: is CSR more than communication?"**

Le point de départ de cette analyse est de réfléchir à la réalité des pratiques de responsabilité sociale des entreprises et le lien pouvant exister entre stratégies RSE et stratégies de communication. De nombreux spécialistes de la RSE dénoncent des pratiques de "GreenWashing", consistant pour les firmes à communiquer autour de démarches sociales ou environnementales sans que celles-ci soient réellement mises en place. La question que nous posons est de savoir s'il est possible de déterminer des "profils d'entreprises" plus suspects que d'autres de pratiquer le GreenWashing, et plus généralement, quels sont les liens existants entre RSE, communication et GreenWashing. La thèse défendue est que la RSE et la publicité peuvent être vues comme des compléments stratégiques si l'on se place dans la perspective d'une RSE instrumentale, c'est-à-dire visant à améliorer les ventes ou les profits de la firme (Business case). Ces interactions stratégiques sont susceptibles d'avoir des implications fortes en termes de régulation du système dans la mesure où la question de la vérifiabilité des pratiques de RSE devient prépondérante.

Ainsi, nous cherchons à savoir si communication et RSE sont bien des compléments stratégiques ou des substituts. L'existence d'une pratique telle celle du GreenWashing pourrait en réalité nuire au développement de la RSE en affectant la complémentarité stratégique qui a priori lie RSE et communication.

Nous problématisons notre recherche de la manière suivante : est-il possible de définir des déterminants de comportements de GreenWashing et de déterminer des profils-types d'entreprises ayant recours à ce type de pratique. Nous nous baserons sur un modèle théorique dans lequel entrera en considération le niveau de RSE effectivement mis en place par l'entreprise, les niveaux de communication et de publicité mis en place autour des thématiques sociales et environnementales.

En posant l'hypothèse de complémentarité stratégique entre publicité et démarche RSE, nous identifierons des "comportements optimaux" en terme de stratégie de communication et de stratégie RSE. En fonction de l'exposition médiatique et du risque de découverte d'un éventuel "mensonge publicitaire", l'entreprise mettra en place de manière effective ou non une démarche RSE. Cette analyse théorique nous permettra d'étudier un profil type d'entreprises ayant plus systématiquement recours au GreenWashing. L'introduction de la stratégie de GreenWashing peut donc transformer la communication et la RSE en substituts. En effet, le fait de communiquer sur la RSE que l'on pratique vraiment peut insinuer un doute dans l'opinion dans le cas d'une action ne pouvant être observée grâce au produit final. Dans ce cas, une entreprise pourrait préférer ne pas communiquer et laisser les médias faire leur recherche. Cela confirme les résultats de Siegel et Vitaliano (2007), selon lesquels la RSE est moins développée lorsque le produit ne contient pas d'information sur la pratique de la RSE.

L'état de l'art mobilisé pour cet article renvoie aux travaux en économie et en gestion sur les déterminants de la RSE (Siegel et Vitaliano, 2007) et le lien existant avec les performances économiques et financières (voir la revue de littérature réalisée par Margolis et Walsh 2003).

Wood (1991) considère qu'un des déterminants de la RSE est une réponse ou une anticipation face à une menace. Baron (2001) mobilise un modèle principal agent dans lequel la firme accepte ou refuse des demandes d'activistes en fonction du risque de boycott. Baron et Diermeier (2007) modélise la réputation. Mc William et Siegel (2001) étudient à partir d'une théorie de la firme les déterminants de la RSE et montrent que les comportements de RSE dépendent du type de bien vendu par la firme. A partir des travaux de Nelson (1974), ils proposent une typologie de biens dépendant de la possibilité d'évaluer la qualité du bien par les consommateurs. Ils distinguent deux types de biens : les " search goods ", biens dont la qualité peut être évaluée avant l'achat du bien et les " experience goods ", biens dont la qualité est découverte en consommant les biens (produits alimentaires par exemple). La RSE aura tendance à être plus développée pour les biens type " experience goods ". Cette hypothèse est confirmée par l'étude empirique de Siegel et Vitaliano (2007). Mc Williams et Siegel (2001) confirment empiriquement cette hypothèse et mettent en avant l'existence d'une corrélation positive entre publicité et RSE .

La méthodologie consiste à mobiliser un modèle théorique que nous proposerons puis de vérifier ensuite empiriquement nos hypothèses à partir de ce modèle théorique. Notre étude empirique se basera sur les données de firmes produites par l'agence de notation extra financière Vigeo pour les 500 plus grandes firmes européennes. Les entreprises sont notées dans 6 domaines et selon 37 critères. Ce haut niveau de décomposition nous permet dans un premier temps d'établir une typologie des comportements de RSE à partir des méthodes d'analyse de données.

Cette typologie met en avant des comportements spécifiques par secteurs d'activités et par pays. Cela sera complété avec les profils types de firme pratiquant le GreenWashing déterminés à l'aide du modèle théorique. Nous distinguerons donc par la suite, dans notre analyse, ces différents " types de RSE ". Concernant le niveau de communication autour des thématiques de RSE et de développement durable, nous nous appuyerons sur les rapports sociaux ou environnementaux publiés par les entreprises. Plus précisément, nous étudions le contenu de ces rapports, les thématiques traitées, le nombre et l'ancienneté des rapports publiés. En comparant cette évaluation de la communication autour de démarches RSE et les notations du niveau effectif de RSE proposées par Vigeo, nous proposons une estimation quantitative du GreenWashing.

A partir de cette double évaluation (de la RSE et du GreenWashing), nous testons nos prédictions théoriques. A partir de l'exposition médiatique des firmes, du niveau de communication autour du développement durable et du type d'activité des firmes, nous identifions la probabilité pour une firme de s'engager dans de réelles démarches RSE par rapport à la probabilité de faire du GreenWashing.

Ces résultats ont de nombreuses implications en termes de régulation économique et sociale. En montrant que les entreprises peuvent avoir intérêt à un niveau " optimal " de GreenWashing dans une logique de maximisation du profit, nous montrons comment la régulation publique peut prendre en compte ce nouvel enjeu et adapter ses outils réglementaires dans un but de limiter ce genre de pratique. La vérifiabilité des pratiques de RSE joue un rôle fondamental et les pouvoirs publics, mais aussi les autres parties prenantes, peuvent jouer un rôle dans ce domaine. En particulier, la mise en place de normes et d'agence publique établissant de façon indépendante le degré de RSE pratiqué pourraient largement contribuer au développement de la Responsabilité Sociale de l'Entreprise.