

Activisme et Investissement Socialement Responsable

Christian Gollier

Toulouse School of Economics (IDEI et LEERNA)

et

Sébastien POUGET

Toulouse School of Economics (IDEI et IAE)

Chaire FDIR, GT1, 11 septembre 2009



Motivation

- L'activisme actionnarial vise à influencer sur le fonctionnement des entreprises (via le vote en assemblée générale, les négociations bilatérales, la prise de contrôle,...)
- Cette stratégie est couramment utilisée par les fonds ISR – Selon Eurosif (2008), plus du tiers des actifs ISR
- L'efficacité de ce type de stratégie (en terme de performance financière et de changement dans les entreprises) est incertaine – Karpoff (2001)

Questions abordées dans l'étude

- Dans quelles conditions, l'activisme actionnarial peut-il être :
 - performant au niveau financier?
 - une source de changement au sein des entreprises?
- Grâce à l'activisme, les fonds ISR peuvent-ils être plus performants que les fonds classiques?

3

Notre approche

- Construire un modèle d'évaluation des actifs financiers socialement responsables
- Etudier le lien entre marchés financiers et décision des entreprises via la décision de vote des actionnaires
- Proposer un *business model* pour les fonds ISR qui allie performance financière et changement de comportement des entreprises

4

Littérature

- D'autres modèles d'évaluation des actifs socialement responsables sont proposés par Heinkel, Kraus, et Zechner (2001) et Barnea, Heinkel, et Kraus (2005)
- Modèles où les investisseurs socialement responsables utilisent uniquement des *negative screens*
- Un modèle où les ISR n'excluent aucun titres est Barnea, Heinkel, et Kraus (2009)
- Ce modèle s'intéresse à l'impact de la fiscalité des dépenses de CSR

5

Modèle



6

Date 3

Résultats de l'entreprise

- Stratégie standard :
 - rendement financier $r \stackrel{\ell}{=} N(Er, \sigma^2)$
 - pas d'externalité
- Stratégie responsable :
 - rendement $r - c$
 - externalité $e > c$

7

Date 2

Assemblée générale des actionnaires

- Choix de stratégie : standard vs responsable
- Vote à la majorité simple
- Une action = Une voix

8

Date 1

Marché financier

- Un propriétaire initial vend ses actions
- Investisseurs socialement responsables :
 - valorisent r et e
 - proportion π
- Investisseurs classiques :
 - valorisent uniquement r
- Echange d'actions à un prix P

9



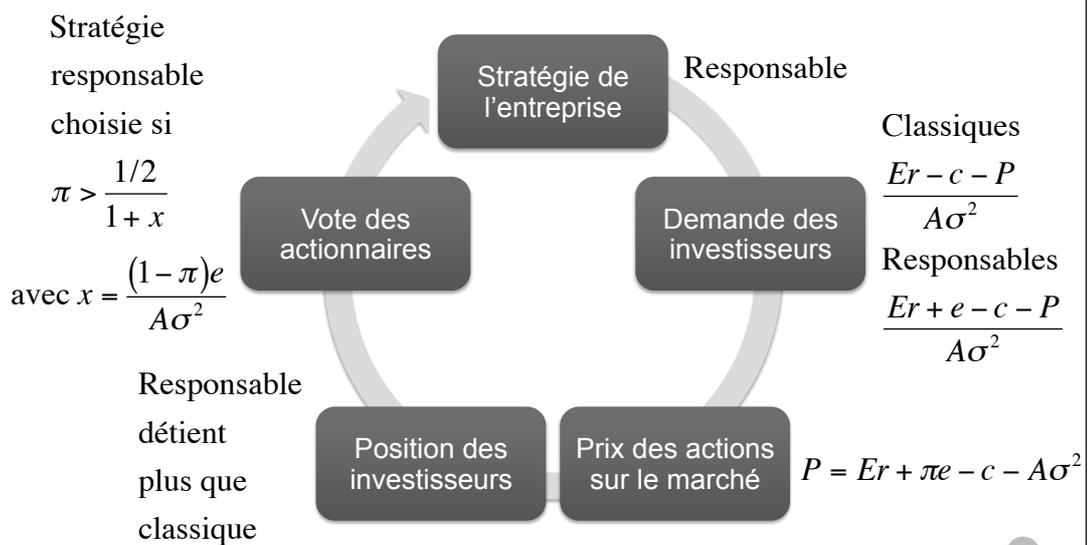
10

Stratégie standard



11

Stratégie responsable



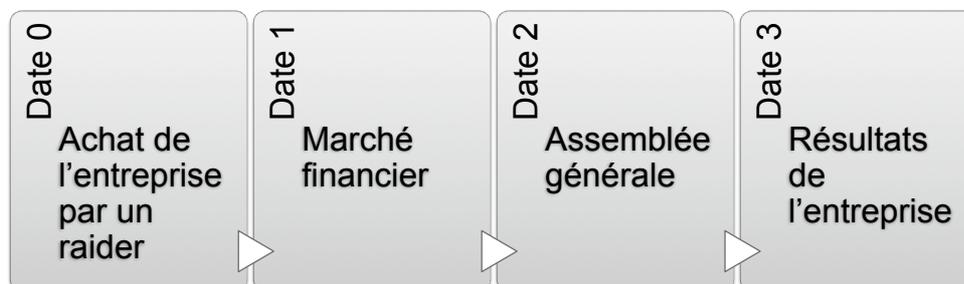
12

Création de valeur par l'activisme

- Lorsque $\pi < (1/2)/(1+x)$ et $\pi e > c, \dots$
- ... les investisseurs responsables n'ont pas la majorité (la stratégie standard est adoptée)...
- ... et l'entreprise est sous-évaluée (par rapport à ce qu'elle serait si la stratégie responsable était adoptée)
- Potentiel de création de valeur ?

13

Intervention d'un raider



14

Intervention d'un raider

Date 0

Achat de l'entreprise par un raider

- Le raider fait une offre à prendre ou à laisser au propriétaire initial

Date 1

Marché financier

- Le raider revend les titres aux investisseurs

15

La stratégie du raider

- A la date 0, le raider offre un prix de $Er - A\sigma^2$ auquel le propriétaire initial accepte de vendre
- A la date 1, il pourrait être tenté de revendre toutes ses actions à un prix de $Er + \pi e - c - A\sigma^2$ (qui est supérieur à $Er - A\sigma^2$)
- Cette stratégie n'est pas possible car, s'il revend toutes les actions, les investisseurs responsables n'auront pas la majorité
- Le raider doit donc garder une part α des actions afin d'assurer la majorité pour la stratégie responsable

16

Crédibilité de la stratégie du raider

- Cette stratégie n'est crédible que si le raider vote, lors de l'assemblée générale, en faveur de la stratégie responsable
- Or, si le raider ne prend en compte que les résultats financiers, il va toujours voter pour la stratégie standard
- Un raider classique ne peut donc intervenir pour restructurer l'entreprise
- Seul un raider socialement responsable pourra à la fois changer la stratégie de l'entreprise et bénéficier financièrement de ce changement

17

Exemple d'engagement des raiders

- En octobre 2007, KKR et TPG, deux fonds de private equity, achètent TXU pour 45 milliard de dollars
- Le mix énergétique de TXU est principalement composé de centrales à charbon
- KKR et TPG se sont engagés à ne pas construire 8 centrales à charbon supplémentaires
- La crédibilité de ces engagements est assurée par EDF (Environmental Defense Fund) dont un représentant siège au conseil des énergies renouvelables nouvellement créé

18

Prédictions empiriques

- Les entreprises visées sont telles que:
 - Les ISR sont nombreux ou l'externalité est importante
 - Les coûts de mise en place d'une politique CSR sont faibles
 - Les ISR ne détiennent pas la majorité des droits de contrôle
- Le raider ISR garde un bloc de contrôle
- Après le raid,
 - La performance financière se détériore
 - La performance extra-financière s'améliore
 - La performance sociale (financière et extra-financière) s'améliore

19

Conclusion

- Un fond activiste ISR peut à la fois dégager une performance supérieure à un fond classique et déclencher des changements dans le comportement des entreprises
- Cette stratégie activiste nécessite de bien choisir les entreprises non responsables concernées et d'y garder une participation
- Un fond classique n'aurait pas la crédibilité nécessaire pour mettre en œuvre cette stratégie
- Attention: investir dans des entreprises non responsables peut poser un problème de réputation aux fonds ISR

20