

Le prix FIR-PRI 2011 « finance et développement durable » récompense des travaux analysant l'efficacité des pratiques des professionnels

Une ethnographie de la finance

Quelle grande entreprise, quel gestionnaire de fonds d'investissement ne proclame pas aujourd'hui son implication dans le développement durable et l'attention qu'il porte à sa responsabilité sociale et environnementale (RSE)? Le « reporting extra-financier » est désormais l'objet de palmarès, de classements... et de fructueux contrats pour l'industrie du « consulting ». Mais que se passe-t-il réellement sur le terrain?

« Nous sommes dans une phase où il faut maintenant aller voir ce que les entreprises font vraiment », observe Nicolas Mottis, professeur à l'Essec et président du jury de la sixième édition du Prix européen « Finance et développement durable », organisé par le Forum pour l'investissement responsable (FIR)

en association, pour la première fois cette année, avec les PRI (*Principles for Responsible Investment*, lancé par les Nations unies), faisant ainsi de ce prix la déclinaison européenne du prix mondial qui sera décerné mardi 27 septembre à Stockholm (Suède).

Immersion

Le Prix de la meilleure thèse, remis le 26 septembre à Paris, a récompensé une « enquête ethnographique » menée pendant trois ans en immersion au sein d'une équipe de gestion de fonds ISR (investissement socialement responsable); le Prix du meilleur master est allé à l'étude du processus de décision d'investissement chez les acteurs de l'ISR. Mais cette tendance à « coller au plus près du terrain » apparaît dans l'ensemble

des travaux en cours à l'échelle mondiale, note Nicolas Mottis, qui veut voir le signe que, l'ISR étant maintenant bien installée dans l'industrie financière, celle-ci demande désormais des études empiriques qui lui permettraient de déterminer les « meilleures pratiques ». La littérature renoue ainsi avec la recherche de la corrélation entre performance

financière et performance sociétale, comme le montre le Prix du meilleur article, consacré à la corrélation entre satisfaction des salariés et performance boursière.

Une autre tendance de la recherche est de se concentrer sur des thèmes plus étroits, comme, par exemple, les indicateurs de la biodiversité, la performance environnemen-

tale des bâtiments dans le logement social, le stress au travail, ou le marché des gaz à effet de serre.

Le jury a désigné, parmi 51 contributions d'auteurs de 21 nationalités, venant de 10 universités, un gagnant pour le meilleur article, un pour le meilleur mémoire de master, et un pour la meilleure thèse, ainsi que trois bénéficiaires d'une bourse de projet de recherche.

Chaque prix fait l'objet d'une dotation de 5 000 euros; chaque bourse de 3 000 euros. Ils sont financés par douze sociétés: Allianz Global Investors France, Caisse des dépôts, Crédit agricole, Dexia Asset Management, FRR, Groupama Asset Management, Macif Gestion, Natixis Asset Management, Oddo Securities, Paris-Europlace, RAFF et Sycomore Asset Management.

Outre les représentants des sponsors, des organisateurs et partenaires – Claude Jouven (FIR) et Natalie Benisch (PRI) –, le jury était composé de José Allouche (IAE Paris-I Sorbonne), Patricia Crifo (Ecole polytechnique), Jim Hawley (Saint Mary's College of California, Etats-Unis), Céline Louche (Vlerick Leuven Gent Management School, Belgique), Bernard Marois (HEC), Nicolas Mottis (Essec, président du jury), Bouchra M'Zali (université du Québec à Montréal, Canada) et Sébastien Pouget (école d'économie de Toulouse).

Il a choisi les gagnants parmi les auteurs de huit thèses, de onze mémoires de master et de vingt-cinq articles. Les trois bénéficiaires des bourses ont été choisis parmi sept candidats. ■

Antoine Reverchon

Trois bourses de recherche attribuées

Le jury du Prix de la recherche européenne « Finance et développement durable » 2011 a attribué trois bourses de recherche, à :
– Alexandra Duarte Correia (université libre d'Amsterdam, Pays-Bas) : « La Boîte noire du reporting extra-financier sur le marché des capitaux »;
– Marco Heimann (université de

Toulouse) : « Perception de la fiabilité et valeurs des fonds d'investissement : une étude comparative »;
– Andreas Hoepner (université de Saint-Andrews, Royaume-Uni) : « La Responsabilité fiduciaire des fonds de pension empêche-t-elle l'intégration des critères ESG dans leur processus d'investissement ? ».

« Les investisseurs incitent peu aux pratiques responsables »

Madeleine Evans, meilleur master

Vos travaux visent à déterminer les moyens par lesquels les « investisseurs socialement responsables » (ISR), qui poursuivent un double objectif de rendement financier et d'amélioration sociétale, peuvent concilier ces deux exigences. Pourquoi avez-vous choisi ce thème ?

« Parce que si nous sommes capables de répondre à cette question, il n'y aura plus d'excuses pour diriger l'investissement vers des projets aux effets sociaux ou environnementaux négatifs ! »

Comment avez-vous procédé ?

J'ai, en utilisant la théorie du contrat, observé les pratiques de sélection et de conclusion de contrats d'investissement au travers d'entretiens menés avec seize représentants d'institutions financières de développement (IFD) et de fonds ISR allemands, britanniques et américains.

En théorie, trois types d'incitations orientent les pratiques de



ces professionnels : tout d'abord, les incitations « de marché » (rentabilité et stratégie de l'entreprise, environnement dans lequel elle opère); ensuite, les incitations implicites, générées par les relations entre l'entreprise et l'investisseur autour de choix opérationnels et d'objectifs sociétaux spécifiques; enfin, les incitations contractuelles, constituées par les conditions de versement de l'investissement en fonction d'objectifs mesurés.

Or, d'une manière générale, les investisseurs ISR conviennent

que les incitations de marché sont de loin les éléments déterminants de l'équilibre entre retours financiers et impact social.

Du côté des incitations implicites, les investisseurs accordent une très grande importance au fait que l'équipe de management soit animée de valeurs « responsables ». Ce phénomène est corroboré par la tendance récente consistant à investir dans des « entreprises sociales », qui poursuivent des objectifs explicitement sociétaux. Mais cette attention aux valeurs ne signifie pas toujours que l'équilibre social-financier est atteint.

Qu'en est-il des incitations contractuelles ?

Paradoxalement, alors que la théorie recommande l'utilisation de systèmes d'évaluation et de financement incitant à améliorer la performance, financière comme « sociétale », la majorité des investisseurs ISR utilisent des instruments standard. Un seul m'a déclaré verser une prime en

2011 Après un master à la London School of Economics et des études à Wharton (Pennsylvanie), Madeleine Evans entre comme analyste au fonds ISR Terra Firma Capital Partners, à Londres. Elle est cofondatrice d'Impact Generation Network, qui associe étudiants et jeunes professionnels engagés dans l'entrepreneuriat social.

actions si les objectifs sociétaux sont atteints. Les IFD, eux, ajoutent généralement des exigences qui permettent à l'investisseur de déclencher un événement de crédit si les résultats sociétaux tombent en dessous de seuils minimaux. Je pense que les investisseurs pourraient beaucoup plus utiliser de telles incitations contractuelles pour que les entreprises ne soient l'objet d'aucune incitation de marché contraire à leurs objectifs sociétaux. ■

Propos recueillis par A. R. (traduction Gilles Berton)

« L'influence de l'ISR grandit dans la gestion d'actifs »

Diane-Laure Arjaliès, meilleure thèse

Vous avez mené pendant trois ans une « enquête ethnographique » au sein d'une société française de gestion d'actifs en tant qu'analyste « investissement socialement responsable » (ISR). Pourquoi cette méthode ?

« Partager le quotidien des gérants, des analystes, des commerciaux, des acteurs du back et du middle office, des clients, etc., m'a permis de mieux comprendre les difficultés auxquelles font face les acteurs financiers lorsqu'ils cherchent à intégrer des critères non financiers et de long terme dans leurs pratiques. J'ai toujours été convaincue que les plus grands changements venaient de l'intérieur des organisations : si vous voulez que quelque chose change, il faut que le changement vienne de lui. »

Qu'avez-vous observé ?

« Que l'influence de l'ISR est grandissante dans le secteur. De plus en plus de sociétés de gestion d'actifs intègrent des critères ISR dans leurs portefeuilles, y compris dans des types d'investissement dits « conventionnels ». En effet, il existe une demande croissante de la part des investisseurs institutionnels. Par ailleurs, de plus en plus de professionnels de la gestion d'actifs sont convaincus que la performance d'une entreprise ou d'un pays dépend aussi de facteurs non financiers tels que la bonne anticipation des conséquences du réchauffement climatique sur l'activité ou l'investissement d'un pays dans l'éducation. Mais l'intégration de critères ISR dans les pratiques des sociétés de gestion d'actifs n'est pas aisée, surtout en période de tension comme durant la crise. »

Pourquoi ?

« Premièrement, il est très difficile de demander à un gérant ou à un analyste de penser « long terme » lorsque la performance des

2010 Après avoir obtenu son doctorat (Paris-X-Nanterre et Essec) avec sa thèse « Un changement institutionnel en action : le cas de l'investissement socialement responsable », Diane-Laure Arjaliès devient professeur assistant à HEC.

2004-2009 Analyste ISR à Macif Gestion.



fonds est évaluée de manière hebdomadaire (au mieux mensuelle), y compris celle des fonds ISR.

Comment justifier la présence d'une entreprise dans laquelle on croit à un horizon de quelques années, si cette dernière ne cesse d'avoir des contre-performances pendant des mois ? Peu de clients l'acceptent dans les faits. Beaucoup ne sont pas prêts à sacrifier une quelconque performance financière à court terme du fait de la prise en compte de critères ISR.

Deuxièmement, les gérants et les analystes peinent à intégrer des critères ISR, souvent qualitatifs, dans les modèles financiers essentiellement quantitatifs qu'ils utilisent. Ils ont souvent une forte culture mathématique et économétrique, et ont du mal à valoriser des éléments non matériels. Ceci est d'autant plus vrai en « gestion taux » (dette corporative ou Etats) – en comparaison avec la gestion actions – car la « gestion taux » repose dans une large mesure sur des modèles actuariels et des critères macroéconomiques assez éloignés de ce qui caractérise les émetteurs, notamment les Etats. L'intégration de l'ISR et des préoccupations de long terme dans la gestion de la dette pourrait d'ailleurs apporter un nouvel éclairage sur la crise de la dette actuelle.

Peut-on lever ces obstacles ?

« Les acteurs non financiers – acteurs publics, ONG, société civile, entreprises, etc. – doivent prendre une plus grande part à la réflexion qui est actuellement menée par les tenants de l'ISR au sein du monde financier. Après le Grenelle de l'environnement, il serait peut-être souhaitable d'envisager un Grenelle de la finance responsable ? ■ »

Propos recueillis par A. R.

« Satisfaction des salariés et valeur de l'action sont corrélées »

Alex Edmans, meilleur article

Vos recherches vous ont permis d'établir un lien entre la performance boursière à long terme d'une entreprise et la satisfaction de ses salariés. Comment avez-vous procédé ?

« J'ai utilisé la publication « 100 Best Companies to Work For in America » sur la période 1984-2009, et j'ai pu montrer que la performance boursière de ce portefeuille d'entreprises est supérieure à celle du marché de 2 % à 3 % en moyenne chaque année. J'ai bien sûr neutralisé les effets d'appartenance sectorielle, de taille, de survalorisation (comme pour Google), etc. J'ai aussi montré que ce portefeuille dégagait systématiquement une profitabilité supérieure aux prévisions des analystes. »

Que faut-il en conclure ?

D'abord, que la satisfaction des salariés est corrélée positivement à la valeur de l'action, ce qui vient contredire la vision traditionnelle selon laquelle les salariés sont un coût qu'il convient de minimiser.



Les stratégies managériales sont, en fonction de cette conception, orientées vers la nécessité de faire travailler les salariés aussi durement que possible et de les payer aussi peu que possible, car tout ce qui est donné aux salariés l'est aux dépens des actionnaires. Par conséquent, un haut degré de satisfaction des salariés indiquerait que ceux-ci étaient sous-occupés ou surpayés. Cette conception du management s'illustre à l'extrême par le recours aux *sweatshops* [littéralement « ateliers de la sueur »] dans les pays en développement, ou par la prescription détaillée des tâches dans des

entreprises comme McDonald's. La motivation n'est obtenue que par des moyens purement financiers... ou par la peur du licenciement. Mais le monde change.

Aujourd'hui, on demande aux salariés créativité et initiative, dont la rémunération est rendue difficile par la difficulté à en mesurer les résultats immatériels (relations clients, innovations, travail d'équipe). Dans ces conditions, la satisfaction des salariés peut avoir de nombreux avantages pour l'actionnaire. Elle accroît l'identification à la firme, et pousse... à travailler plus !

Vos travaux discutent aussi la valeur de marché des actifs immatériels comme l'implication des salariés. Comment ?

Bien que les entreprises parlent sans cesse de la nécessité d'investir dans le « capital humain », elles ne le font guère parce que, si le coût d'un tel investissement est immédiat, son bénéfice ne peut être observé qu'à long terme. Cette myopie tient au fait que les managers sont convain-

2011 Professeur à la Wharton School (université de Pennsylvanie) depuis 2007, il est nommé chercheur au National Bureau of Economic Research.

2007 Doctorat au Massachusetts Institute of Technology.

cus qu'il est difficile d'informer le marché du retour sur ce type d'investissement. Au final, les marchés s'avèrent incapables de valoriser rapidement cette information sur les actifs intangibles de l'entreprise, alors qu'elle est disponible.

Ma recherche montre enfin qu'il est possible de sortir du dilemme classique de l'« investisseur socialement responsable », contraint de choisir entre ses convictions et la rentabilité. La corrélation entre satisfaction et performance boursière montre que les investisseurs peuvent être gagnants sur les deux tableaux. ■

Propos recueillis par A. R.