

SFI Public Discussion Note

La valeur de l'ESG : où et pourquoi c'est important



Résumé



Dr Cyril Pasche
SFI Senior Director
Publications and Topic
Development



Prof. Zacharias Sautner
SFI Senior Chair et professeur
de finance durable à
l'Université de Zurich

Les stratégies d'investissement qui intègrent des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ont récemment été remises en question, notamment aux États-Unis, et qualifiées de manière quelque peu cynique de *woke capitalism*. Ce scepticisme se propage désormais en partie en Europe. Nous estimons que ces critiques découlent en grande partie d'une mauvaise compréhension de ce que constitue l'investissement ESG et de la manière dont cette approche crée de la valeur financière pour les investisseurs, par exemple en augmentant la valorisation des entreprises ou en réduisant les risques. Nous illustrons ce point en nous concentrant sur deux risques ESG majeurs : le climat et la biodiversité. Ils constituent tous deux des risques d'investissement financièrement significatifs que les investisseurs institutionnels – qu'il s'agisse de banques, de gestionnaires d'actifs, de fonds communs de placement, de fonds de pension, de fonds souverains, de fonds de dotation ou de fonds spéculatifs – doivent prendre en compte dans leur processus d'investissement. En gérant activement les risques liés aux entreprises détenues dans leurs portefeuilles d'investissement, les investisseurs institutionnels peuvent non seulement créer de la valeur financière, mais également contribuer à la société dans son ensemble en aidant à relever les grands défis actuels. Ce rôle se distingue clairement de toute opinion envers les investissements ESG qui serait fondée sur des principes moraux ou des valeurs. Pour contrer la levée de boucliers actuelle à l'encontre des critères ESG, nous soulignons l'importance de mettre en évidence le rôle des investisseurs institutionnels dans le financement de la transformation verte, ce qui permet d'éviter que leurs activités de gestion des risques ne soient biaisées par des postures politiques, des valeurs sociales ou des principes moraux.

A travers sa série de *Public Discussion Notes*, le Swiss Finance Institute (SFI) encourage activement des échanges étayés autour de thèmes pertinents pour le secteur financier, les milieux politiques et le monde universitaire. En outre, le SFI diffuse ses résultats par le biais de travaux de recherche, de publications, de Master Classes et de conférences.

Cette *SFI Public Discussion Note* est basée en partie sur l'article "Institutional Investors and the Fight Against Climate Change", que Zacharias Sautner a préparé avec Thea Kolasa pour la revue *Corporate Governance: An International Review*. Zacharias Sautner remercie ses coauteurs, Alexandre Garel, Andreas Hoepner, Emirhan Ilhan, Philipp Krueger, Ioannis Oikonomou, Arthur Romec, Laura Starks, Grigory Vilkov, Alexander Wagner et Xiaoyan Zhou, le présent document résumant une partie de leur travail conjoint.

1. Motivation

" L'approche ESG est une escroquerie. Elle a été instrumentalisée par des pseudo défenseurs de la justice sociale " (Musk, 2022).

Ce tweet du milliardaire Elon Musk reflète une opinion de plus en plus répandue concernant les stratégies d'investissement qui intègrent des critères ESG dans le processus de prise de décision. Aux États-Unis, certains États, comme le Texas et la Floride, ont même adopté des lois " anti-ESG " qui interdisent aux municipalités ou aux fonds de pension publics de faire des affaires avec des investisseurs institutionnels intégrant ces considérations ESG dans leurs produits financiers. Cette réaction négative repose sur un grave malentendu. L'idée selon laquelle l'investissement ESG constituerait une forme de woke capitalism, via lequel des postures politiques ou des principes moraux seraient intégrés dans des décisions d'investissement au détriment de la création de valeur financière, est en contradiction avec les recherches universitaires récentes.

Fondamentalement, l'investissement ESG doit être compris comme une prise de décision rationnelle qui intègre de manière structurelle les nouveaux risques dans le processus

d'investissement. Ces nouveaux risques comprennent, par exemple, les risques liés à la transition climatique pour les entreprises d'un portefeuille d'investissement qui génèrent d'importantes émissions de carbone, ou les risques liés à la biodiversité pour les entreprises d'un portefeuille d'investissement qui ont un impact négatif sur la biodiversité. Dans les deux cas, le risque découle d'une réglementation future visant à protéger le climat ou à lutter contre une perte de biodiversité. Une telle réglementation peut en effet entraîner une forte baisse de la valorisation de certaines entreprises.

En d'autres termes, les risques ESG représentent des risques d'investissement que tout investisseur doit prendre en compte pour des raisons financières. Les marchés financiers ont d'ailleurs commencé à intégrer ce concept. En effet, les risques ESG, en particulier ceux liés au changement climatique et à une perte de biodiversité, se reflètent désormais dans les valorisations des actions. Même pour les sceptiques de l'approche ESG, les risques liés aux facteurs ESG et leur tarification constituent aujourd'hui une réalité sur les marchés financiers et nécessitent une gestion des risques adaptée.



2. Motivations des investisseurs à intégrer les critères ESG

Valeur ou valeurs ?

Une grande partie de la confusion qui règne autour de l'investissement ESG découle d'une mauvaise compréhension de ce que ce terme devrait ou non recouvrir : l'investissement ESG concerne-t-il la *valeur* ou les *valeurs* ? Autrement dit, les facteurs ESG sont-ils intégrés dans les investissements principalement pour des questions de *valeur (financière)* ou de *valeurs (morales)* (Starks, 2023) ? Cette distinction entre valeur (financière) et valeurs (morales) est importante pour éviter toute confusion concernant les raisons pour lesquelles les risques ESG doivent être intégrés dans le processus d'investissement (voir tableau 1).

Tableau 1

Valeur (financière) et valeurs (morales) des investissements ESG en termes de facteurs, de risques et de rendements

Valeur (financière)	Valeurs (morales)
Les investissements ESG sont principalement motivés par des considérations en matière de risque et de rendement	Les investissements ESG sont principalement motivés par des considérations politiques, sociales ou morales.
Attente d'une réduction des risques ou d'une augmentation des rendements ajustés au risque	Attente d'un renoncement à la rentabilité pour obtenir un impact fondé sur des valeurs
Exemple : Inciter les entreprises d'un portefeuille d'investissement, ayant d'importantes émissions de carbone, à réduire leurs émissions afin de réduire les risques	Exemple : Investir dans des projets sociaux qui génèrent des externalités positives dans un quartier

Source : Starks, 2023.

Dans le contexte du changement climatique, une interprétation basée sur des valeurs (morales) suppose que les risques climatiques sont intégrés dans les investissements avant tout pour des raisons politiques, sociales ou morales. Autrement dit, le processus d'investissement vise à réduire l'impact des entreprises d'un portefeuille sur les problèmes sociétaux, même s'il ne génère pas un avantage financier direct pour les investisseurs.

Une argumentation basée sur la valeur (financière), en revanche, part du principe que l'intégration des risques climatiques génère un résultat financier bénéfique ciblé. Par exemple, par le biais d'une démarche d'engagement actionnarial, un investisseur peut réduire les émissions de carbone d'une entreprise de son portefeuille. Un tel résultat est source de création de valeur (financière) pour

l'investisseur, car la valorisation de l'entreprise devrait augmenter en raison de la réduction du risque de transition climatique associé à des émissions de carbone élevées. Par ailleurs, il est possible d'obtenir des rendements boursiers plus élevés en identifiant, dans le cadre du processus d'investissement, les aptitudes des entreprises qui gèrent correctement les risques climatiques. En supposant que ces aptitudes ne sont pas encore prises en compte, mais qu'elles seront progressivement intégrées dans la valorisation de marché de ces entreprises, l'investissement ESG peut générer des rendements plus élevés.

Il est important de noter que même lorsque les risques ESG sont abordés uniquement sur la base d'un raisonnement axé sur la valeur (financière), le résultat peut être bénéfique pour la société dans son ensemble. Dans l'exemple mentionné précédemment, la démarche d'engagement actionnarial menée auprès de l'entreprise d'un portefeuille d'investissement vise à réduire son risque de transition climatique, mais si cette démarche aboutit, elle se traduit également par une réduction des émissions et donc par une réduction de l'impact négatif de l'entreprise sur le changement climatique.

Des stratégies alignées sur l'impact ou génératrices d'impact ?

Une autre distinction importante consiste à déterminer si les stratégies d'investissement liées à l'ESG sont *alignées sur l'impact (impact-aligned)* ou *génératrices d'impact (impact-generating)* (Busch et al., 2021 ; Swiss Sustainable Finance, 2023).

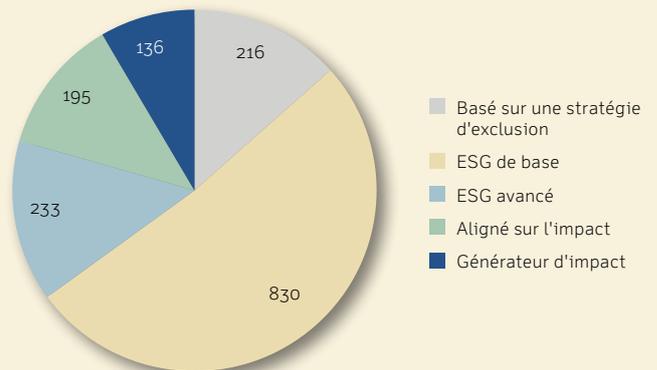
Une approche basée sur l'alignement sur l'impact découle généralement d'une sélection positive. Cette approche d'investissement consiste à investir dans des entreprises qui ont *déjà* un impact positif sur un objectif ESG par le biais de leurs produits, services ou opérations. Le fait qu'un fonds d'investissement investissent uniquement dans des entreprises dont les émissions de carbone prévues sont alignées sur l'objectif de 1,5°C de l'Accord de Paris est un exemple d'alignement sur l'impact.

À l'inverse, une approche basée sur la génération d'impact consiste à investir dans des entreprises qui *ne sont pas encore* alignées sur un objectif ESG spécifique, mais qui pourraient atteindre cet objectif si elles pouvaient être convaincues de modifier leurs politiques.¹⁾ Les stratégies d'investissement liées à la génération d'impact s'appuient généralement sur une gestion active et un engagement actionnarial. L'objectif est d'encourager activement, ainsi que de documenter, l'évolution des entreprises d'un portefeuille d'investissement vers, par exemple, des pratiques plus favorables au climat.

1) La génération d'impact est souvent l'objectif explicite des stratégies dans les marchés privés. Les stratégies d'investissement ESG pour les actions cotées en bourse peuvent être génératrices d'impact si le financement conduit à des changements économiques réels.

Swiss Sustainable Finance (2023) a commencé à classer les investissements ESG sur le marché suisse en déterminant s'ils étaient alignés sur l'impact ou générateurs d'impact. Comme le montre le graphique 1, sur les 1'600 milliards de francs suisses d'investissements ESG ("liés à la durabilité") sur le marché suisse, 136 milliards de francs suisses sont catégorisés comme générateurs d'impact et 195 milliards de francs suisses comme alignés sur l'impact. Ces chiffres montrent qu'actuellement, environ 20% des investissements ont un lien direct avec l'impact d'une entreprise ou d'un investisseur. Les 80% restants intègrent dans une certaine mesure les questions ESG, mais sans qu'il existe un lien clair avec l'impact. Il est intéressant de noter que 60% des investissements classés dans la catégorie ESG de base pourraient être reclassés dans la catégorie ESG avancée s'ils appliquaient et documentaient des mesures de performance ESG. Ces chiffres mettent en lumière la nécessité d'adopter des stratégies d'investissement davantage axées sur l'impact et d'améliorer l'intégration de critères ESG et la communication des résultats en matière d'ESG.

Graphique 1 : Répartition de la classification des investissements liés à la durabilité en Suisse



Note : Ce graphique présente les stratégies d'investissement liées à l'ESG sur le marché suisse de l'investissement en 2022 (montants en milliards de francs suisses).

Source : Swiss Sustainable Finance (2023).



3. Tarification des risques ESG sur les marchés financiers

Pourquoi les risques ESG doivent faire l'objet d'une tarification

L'un des principes fondamentaux de la finance est que les risques matériels doivent être pris en compte et tarifés par les marchés financiers. Cela inclut également les risques ESG. Les actions des entreprises qui seront plus négativement affectées par les événements ESG futurs sont plus risquées. Par conséquent, elles doivent fournir des rendements attendus plus élevés aux investisseurs : ces rendements plus élevés constituent une prime de risque.²⁾ Dans ce qui suit, nous examinons les recherches récentes portant sur la tarification sur les marchés des actions des risques ESG liés au climat et à la transition vers la biodiversité.

Tarification des risques liés à la transition climatique

Le changement climatique représente un risque majeur pour les actifs gérés par les investisseurs institutionnels. A l'heure de la transition vers une économie à faibles émissions de carbone, certaines entreprises des portefeuilles d'investisseurs institutionnels verront la valeur de leurs actifs diminuer.³⁾ Un type de risque lié à la transition climatique concerne le risque réglementaire, qui découle du fait que certaines entreprises seront plus affectées que d'autres par les politiques et les réglementations mises en œuvre pour lutter contre le changement climatique. Un autre type de risque lié à la transition climatique est le risque technologique, qui résulte, par exemple, du remplacement des moteurs thermiques par des moteurs électriques et de son impact sur certains constructeurs automobiles. Ainsi, les risques technologiques résultent d'innovations et d'avancées technologiques qui visent à lutter contre le réchauffement climatique, ces changements pouvant menacer les modèles d'affaires des entreprises dans les secteurs traditionnels. La transition vers une économie plus verte peut par ailleurs s'accompagner d'actions en justice intentées par des personnes

négativement impactées par le changement climatique. Lorsque des actions en justice sont intentées contre des entreprises considérées comme partiellement responsables du changement climatique, elles impliquent des risques liés aux coûts juridiques, aux versements d'amendes ou à une perte de réputation.

Plusieurs études récentes montrent que les marchés financiers ont commencé à intégrer une tarification des risques liés à la transition climatique. Bolton et Kacperczyk (2021) montrent que les émissions de carbone d'une entreprise sont associées à des rendements boursiers attendus plus élevés après avoir contrôlé les autres facteurs prédictifs de rendement. Ils démontrent que cet effet reflète une prime de risque carbone, qui compense les investisseurs qui assument des risques liés à la transition climatique.⁴⁾

Ilhan et al. (2021) examinent si les risques liés à la transition climatique sont correctement tarifés sur les marchés des options. Ils se concentrent sur l'impact de l'incertitude des politiques climatiques, en s'appuyant sur des travaux de recherche antérieurs qui établissent une relation entre incertitude politique et prix des actifs. L'idée est que l'incertitude de la politique climatique est particulièrement élevée pour les entreprises qui dépendent fortement des ressources basées sur le carbone. En effet les réglementations futures affecteront négativement ces entreprises, ce qui entraînera des baisses potentiellement importantes de leurs cours boursiers. Par conséquent, le coût de la protection par le biais d'options d'achat d'actions contre les risques de baisse devrait être plus élevé pour les entreprises à forte intensité de carbone. Les données recueillies par Ilhan et al. (2021) vont dans le sens de cette prédiction : les coûts d'assurance contre les risques à la baisse sont plus élevés pour les entreprises dont l'empreinte carbone est plus importante.

Tarification des risques liés à la transition vers la biodiversité

Les investisseurs institutionnels sont de plus en plus attentifs aux risques liés à la biodiversité dans leurs portefeuilles d'investissement, car la perte de biodiversité est devenue le deuxième grand défi de notre époque, après le changement climatique. Les risques liés à la biodiversité peuvent se matérialiser de deux manières. Les risques physiques reflètent le fait que les activités des entreprises dépendant de la nature sont perturbées par la perte d'habitat, les espèces envahissantes ou la destruction des services écosystémiques. Les risques de transition découlent du fait que les entreprises dont les modèles d'affaires ont un impact négatif sur la biodiversité peuvent être affectées par de futures réglementations visant à protéger cette biodiversité.

2) Il en va de même pour les obligations ou les prêts. Les taux d'intérêt accordés aux emprunteurs présentant des risques ESG plus importants devraient être plus élevés.

3) Un autre type important de risque climatique est le risque physique, qui explique pourquoi certaines entreprises d'un portefeuille d'investissement subissent des baisses de valorisation et des coûts d'exploitation plus élevés en raison de changements physiques dus au climat.

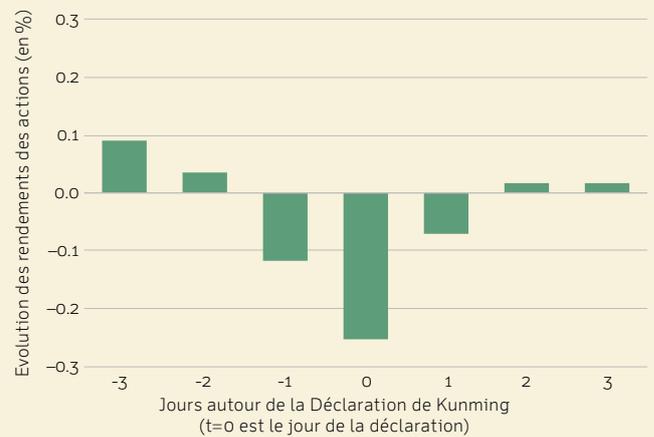
4) Certaines études remettent en cause ces résultats. Aswani et al. (2024) soutiennent que le lien entre les rendements et les émissions provient principalement des émissions estimées par le vendeur, qui sont calculées sur la base des fondamentaux de l'entreprise (la prime de risque carbone peut indirectement refléter un lien entre les fondamentaux et les rendements). Ils ne détectent pas non plus de prime de risque pour les émissions échelonnées (ou l'intensité des émissions), c'est-à-dire le rapport entre les émissions et les ventes nettes. Atilgan et al. (2023) démontrent que les rendements plus élevés des grands émetteurs de carbone peuvent refléter une mauvaise évaluation de cours des actions au travers de laquelle les entreprises à fortes émissions de carbone profitent de l'externalité carbone mal évaluée et génèrent à leur tour des rendements plus élevés de manière inattendue. De nouvelles recherches sont nécessaires pour faire la lumière sur la prime de risque carbone, sa stabilité et ses facteurs explicatifs.

Garel et al. (2024) montrent que les risques liés à la transition vers la biodiversité ont commencé à faire l'objet d'une tarification sur les marchés financiers. Ils utilisent une mesure de l'empreinte biodiversité des entreprises et démontrent que les investisseurs ont récemment commencé à intégrer cette empreinte dans les rendements boursiers. L'empreinte biodiversité des entreprises reflète la perte de biodiversité causée par les activités d'une entreprise liée à l'utilisation des terres, aux émissions de carbone, à la pollution de l'eau et à la pollution de l'air. Garel et al. (2024) constatent une relation positive entre cette empreinte biodiversité et les rendements boursiers dans les mois qui ont suivi un événement politique majeur récent lié à la biodiversité en octobre 2021. Cet événement, la première partie de la Conférence des Nations Unies sur la biodiversité (COP15), s'est conclu par la Déclaration de Kunming, qui appelle les pays à protéger d'urgence la biodiversité en alignant les flux financiers sur les ambitions en faveur de la préservation de la biodiversité. Leurs résultats suggèrent que les investisseurs ont commencé à anticiper de nouvelles réglementations ou de nouveaux litiges ciblant les entreprises ayant une grande empreinte biodiversité. Ainsi, l'augmentation de l'incertitude politique conduit les investisseurs à exiger une *prime de risque pour la biodiversité*, c'est-à-dire des rendements boursiers attendus plus élevés pour les entreprises ayant une empreinte biodiversité plus importante.

Garel et al. (2024) ont également examiné comment les investisseurs ont revu leurs valorisations des actions des entreprises ayant une empreinte biodiversité élevée autour de la date de la Déclaration de Kunming. Si la déclaration a sensibilisé les investisseurs aux questions de biodiversité et à la perspective d'une nouvelle réglementation en la matière, nous pourrions nous attendre à ce qu'ils révisent à la baisse leurs valorisations des actions des entreprises ayant une empreinte biodiversité

élevée. Comme l'illustre le graphique 2, nous observons une baisse significative du cours boursier des grandes entreprises à forte empreinte biodiversité le jour de la Déclaration de Kunming (t=0), alors qu'il n'y a pas de différences significatives dans les rendements des actions avant ou après cette déclaration.

Graphique 2 : Différences de rendement entre les actions d'entreprises ayant des empreintes de biodiversité faibles et élevées autour de la date de la Déclaration de Kunming



Note : Ce graphique présente les évolutions quotidiennes moyennes des rendements anormaux des actions autour de la Déclaration de Kunming entre les entreprises ayant une forte et une faible empreinte biodiversité. Le jour t=0 est celui de la Déclaration de Kunming. Les rendements anormaux de chaque action sont calculés par rapport aux rendements de toutes les autres actions du même pays et du même secteur. Les entreprises à forte empreinte biodiversité (respectivement à faible empreinte biodiversité) ont une valeur supérieure (respectivement inférieure) à la médiane à la fin de l'année 2020. L'empreinte biodiversité reflète la perte de biodiversité causée par les activités de l'entreprise.

Source : Garel et al. (2024).



4. Génération de valeur liée à l'ESG

L'engagement actionnarial

Dans une enquête récente menée auprès d'universitaires, de décideurs politiques et de professionnels du secteur financier, la pression exercée par les investisseurs institutionnels, soit "l'engagement actionnarial", est perçue comme l'un des mécanismes les plus efficaces pour réduire les risques climatiques et les émissions de carbone des entreprises (Stroebl & Wurgler, 2021).⁵⁾ De plus en plus d'éléments viennent étayer la perception exprimée dans cette enquête. Pour démontrer que l'engagement actionnarial produit des résultats bénéfiques en matière de risque, Hoepner et al. (2024) examinent si les mesures du risque baissier diminuent à la suite de l'engagement actif en matière d'ESG d'un grand investisseur institutionnel au Royaume-Uni. Ils constatent que l'engagement actionnarial de cet investisseur est associé à des réductions ultérieures du risque des entreprises. La variable d'intérêt qui reflète le risque baissier est la valeur à risque (VaR), mesurée sur une période de 24 mois autour du début d'un engagement actionnarial.⁶⁾

Tableau 2

Les différentes étapes d'un engagement actionnarial réussi

Etape E1	Etape E2	Etape E3	Etape E4
L'investisseur fait part de ses préoccupations à une entreprise de son portefeuille	L'entreprise visée reconnaît que ces inquiétudes ont été soulevées	L'entreprise répond aux préoccupations exprimées	L'investisseur mène à bien son engagement actionnarial

Source: Hoepner et al. (2024).

Dans leur étude, Hoepner et al. (2024) classent les engagements en fonction de l'étape atteinte par l'investisseur (voir tableau 2). Pour l'ensemble des engagements actionnariaux, les entreprises visées par l'investisseur ne connaissent qu'une légère réduction de leur risque de perte. Toutefois, l'engagement actionnarial réduit considérablement ce risque s'il est couronné de succès. Si nous considérons l'étape E2 comme mesure de succès, les entreprises qui reconnaissent l'existence d'une problématique ESG soulevée par l'investisseur connaissent déjà une diminution du risque de perte, par rapport à un groupe de contrôle. La diminution de ce risque baissier est encore plus importante si le

5) Ce constat s'inscrit dans le contexte d'une augmentation massive de la participation des investisseurs institutionnels dans les entreprises cotées en bourse dans un grand nombre de pays.

6) Dans cette étude, la VaR est calculée sur la base des rendements quotidiens classés dans le cinquième centile inférieur (VaR de 5%), ce qui correspond essentiellement au pire rendement journalier mesuré sur un mois.

7) L'une des limites de Hoepner et al. (2024) est qu'il est difficile de généraliser leurs conclusions en les étendant à un vaste échantillon d'institutions. Il y a de bonnes raisons de penser que l'investisseur institutionnel moyen ne génère pas les mêmes résultats en matière d'engagement actionnarial que les investisseurs de cette étude. Lowry et al. (2024) fournissent des résultats récents sur l'engagement ESG à partir d'un large échantillon.

succès de l'engagement actionnarial est mesuré uniquement parmi les entreprises qui prennent des mesures effectives pour répondre aux préoccupations soulevées par l'investisseur (E3 et E4). Il est important de noter qu'il n'y a pas de changement sur le risque baissier lorsque l'engagement de l'investisseur est classé comme infructueux (E1). Hoepner et al. (2024) montrent également que l'engagement actionnarial est plus fructueux lorsque les questions environnementales sont abordées (les préoccupations climatiques constituent une part importante de ces engagements actionnariaux).

Les effets de l'engagement actionnarial des investisseurs ne se limitent pas à la valeur financière. Hoepner et al. (2024) montrent par ailleurs que la réduction du risque induite par l'engagement actionnarial provient d'une diminution réelle des incidents environnementaux. Ceci démontre que les résultats positifs de l'investissement ESG sur le plan financier peuvent également conduire à des résultats bénéfiques pour la société dans son ensemble.⁷⁾

Dans une autre étude portant sur la divulgation des risques climatiques, Ilhan et al. (2023) démontrent que les investisseurs institutionnels "soucieux du climat" influencent positivement ce type de reporting. Ils examinent trois groupes d'investisseurs soucieux du climat: (i) les investisseurs issus de pays dans lesquels les investisseurs institutionnels sont censés suivre des *stewardship codes*, soit des lignes directrices en matière de gestion financière (ces *stewardship codes* sont conçus pour encourager les investisseurs à promouvoir les questions ESG à travers le processus d'investissement); (ii) les investisseurs issus de pays dont les normes sociétales sont plus conscientes du climat; et (iii) les investisseurs "universels" qui font face à des externalités liées au climat dans leurs portefeuilles car ils détiennent des participations très vastes qui sont, par conséquent, exposées aux risques liés au changement climatique. La principale conclusion de l'étude est qu'un actionnariat institutionnel plus soucieux du climat rend plus probable la divulgation des émissions de carbone par les entreprises incluses dans leur portefeuille. Il s'agit d'un résultat important, car d'autres études montrent que les entreprises qui communiquent sur leurs émissions de carbone sont davantage incitées à les réduire par la suite. En outre, obtenir davantage d'informations sur les émissions de carbone d'une entreprise permet aux marchés financiers de mieux évaluer les risques liés à la transition climatique et d'en intégrer la tarification.

Sélection ESG basée sur un filtrage positif

Une autre approche d'investissement ESG que les investisseurs institutionnels peuvent employer pour créer de la valeur financière consiste à identifier les actions présentant des aptitudes ESG qui ne sont pas encore reconnues et évaluées par les marchés financiers. Bien qu'il ne soit pas évident pour un investisseur donné de disposer d'un avantage en matière d'information par rapport au marché, il est prouvé que les facteurs ESG sont parfois mal évalués et que les investisseurs peuvent exploiter cette erreur d'évaluation pour générer de la valeur financière.

Edmans (2011) a illustré cette stratégie en analysant la relation entre les rendements boursiers et la satisfaction des employés, qui constitue une dimension de la thématique sociale (soit le S

de l'abréviation ESG). Il a constaté qu'un portefeuille constitué des "100 meilleures entreprises pour lesquelles travailler aux Etats-Unis" réalisait une surperformance annuelle (ou alpha) de 3,5%. Cette surperformance ne reflète pas une prime de risque, car il constate également que ces "meilleures entreprises" affichaient plus de bénéfices surprises.

Dans cet exemple, le marché boursier ne valorise pas pleinement une certaine dimension ESG, ce qui laisse penser qu'une sélection ESG peut améliorer les rendements des investissements. Comme dans l'étude précitée, de telles stratégies de filtrage devront probablement aller au-delà des mesures ESG agrégées et examiner certaines sous-dimensions ESG qui n'ont pas encore été pleinement évaluées par le marché boursier.

Sélection ESG positive en pratique à la Banque cantonale de Zurich

Pour illustrer la manière dont la sélection ESG ou le filtrage positif peuvent être conçus pour générer de la valeur financière, nous présentons ici quelques extraits de l'approche d'investissement ESG de la Banque cantonale de Zurich (ZKB). Ces citations soulignent l'importance d'identifier très tôt les entreprises présentant des aptitudes ESG élevées. Des solutions propres, fondées sur la sélection de facteurs et des schémas de pondération sectorielle, permettent d'identifier des opportunités qui pourraient ne pas être pleinement prises en compte par les marchés financiers. ZKB adopte une approche globale du développement durable, qui comprend non seulement les scores ESG mais aussi l'alignement des produits et services sur les objectifs de développement durable (ODD) pour évaluer le niveau de développement durable d'un émetteur de titres. L'usage des italiques dans le texte ci-dessous a été fait par nos soins. Le texte suivant, initialement en anglais, a été traduit par le SFI.

"Le score ESG est important pour notre analyse holistique de la durabilité. Grâce aux *critères ESG*, nous obtenons des informations approfondies et pouvons *mieux analyser les actifs incorporels*: quel est le degré d'innovation d'une entreprise, quelle est la valeur de la marque, l'engagement des parties prenantes est-il solide et comment les employés sont-ils traités? L'analyse de durabilité complète ainsi l'analyse financière dans notre gestion active des investissements traditionnels. ...

Dans le cas des actions, les entreprises qui bénéficient de la tendance vers davantage de durabilité peuvent être *identifiées à un stade précoce*. Nous sommes convaincus que cela a un *effet positif sur le rendement ajusté au risque*. ...

Nous avons approfondi l'analyse ESG traditionnelle afin de garantir un niveau élevé d'information à travers différents types et classes d'actifs. Afin de prendre en compte toutes les particularités, nous utilisons des *ensembles de données adaptés* à chaque classe d'actifs. Les analyses ESG classiques s'intéressent principalement aux efforts de durabilité opérationnelle d'une entreprise ou d'un État, c'est-à-dire à la manière dont l'entreprise ou l'État est géré de manière durable. Pour obtenir une image plus nuancée, nous *complétons notre analyse* par des aspects importants tels que les conséquences environnementales et sociales de l'activité commerciale, les effets des produits et services ou les aspects controversés. ...

Nous obtenons nos données ESG auprès de plusieurs fournisseurs. Certaines données sont plus pertinentes pour nous que d'autres. Le plus grand défi vient de l'écart en matière de reporting: il existe davantage de données sur les entreprises à forte capitalisation boursière des pays développés que sur les entreprises à faible capitalisation boursière des pays en développement. ... Pour en tenir compte, nous travaillons avec des *notations ESG propres*, que nous calculons à partir de données brutes provenant de différents fournisseurs. Nous nous concentrons sur ce qui est important et éliminons toute distorsion. De telle manière, nous pouvons interpréter de manière pertinente les informations sur les actifs incorporels et les utiliser de manière ciblée pour gérer les opportunités et les risques" Zürcher Kantonalbank (2024).

Désinvestissement et filtrage négatif sur la base de critères d'exclusion

Théoriquement, les stratégies de désinvestissement basées sur les critères ESG (filtrage négatif) peuvent réduire les risques ESG et avoir un impact positif sur les résultats liés aux critères ESG pour les raisons suivantes: ces stratégies devant faire baisser le cours de l'action, une entreprise subissant des désinvestissements importants ou des filtrages négatifs devrait voir son coût du capital augmenter. Et en principe, un coût du capital plus élevé devrait rendre moins attrayant pour une entreprise le fait de se lancer dans des projets ayant un impact négatif en matière d'ESG.

Cependant, une critique couramment adressée aux stratégies basées sur les désinvestissements est qu'elles remplacent les investisseurs qui se soucient des questions ESG (et

éventuellement s'engagent de manière positive sur ces questions) par des investisseurs qui ne s'en soucient guère. De surcroît, à l'heure actuelle, les effets du désinvestissement sur le coût du capital sont trop modestes pour avoir une réelle influence sur le comportement des entreprises, comme le montrent Berk et van Binsbergen (2021). Pour que l'impact soit financièrement significatif, il faudrait que de nombreux investisseurs se désengagent d'une entreprise, ce qui n'est pas le cas actuellement.⁸⁾

Bien que ces résultats soient décevants pour les partisans des stratégies de désinvestissement, il est trop tôt pour conclure que ces dernières sont vouées à l'échec. Certaines études récentes indiquent qu'il convient de regarder au-delà des entreprises désinvesties ou exclues. Becht et al. (2023), par exemple, montrent que des promesses de désinvestissement liées au climat devenues virales ont fait baisser le cours des actions de tous les émetteurs de carbone, y compris ceux n'ayant pas fait l'objet d'un désinvestissement important. Ils montrent également que le désinvestissement incite les investisseurs à décarboniser leurs portefeuilles.

8) Krueger et al. (2020) montrent que seul un petit nombre d'investisseurs institutionnels envisagent des stratégies de désinvestissement pour des raisons liées au climat.



5. Les défis liés à l'ESG

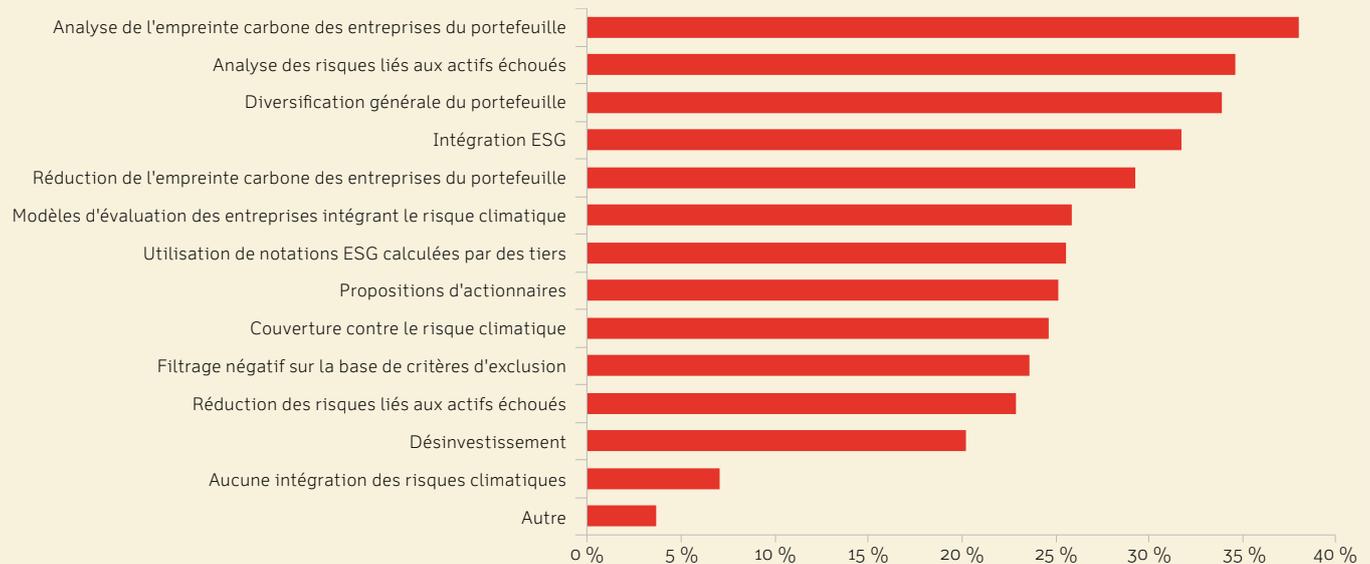
Les éléments présentés dans la section précédente, notamment ceux concernant l'engagement actionnarial, sont encourageants. Ils montrent que les investisseurs institutionnels peuvent aborder de manière positive les questions liées à l'ESG dans le cadre du processus d'investissement, à la fois pour générer de la valeur financière et pour avoir un impact positif sur la société. Cette section met en évidence certains défis liés à l'investissement ESG, dans le but d'identifier des moyens d'améliorer son efficacité.

Gestion des risques ESG

Les risques climatiques constituent le principal risque ESG auquel les investisseurs sont confrontés. Nous pourrions nous attendre à ce qu'ils fassent l'objet de la plus grande attention.

Or ce n'est pas encore le cas. Comme l'illustre le graphique 3, trop peu d'investisseurs institutionnels prennent en compte les risques climatiques dans leurs processus d'investissement. Parmi les principaux décideurs de 439 investisseurs institutionnels interrogés par Krueger et al. (2020),⁹⁾ seuls 38 % analysent l'empreinte carbone des entreprises, seuls 35 % identifient les risques liés aux actifs échoués, seuls 29 % réduisent l'empreinte carbone des entreprises de leur portefeuille et seuls 25 % se couvrent contre les risques climatiques. A titre de comparaison, une enquête similaire demandant aux investisseurs institutionnels s'ils prennent en compte les risques de marché, de taux d'intérêt ou de crédit générerait certainement près de 100 % de réponses positives.

Graphique 3 : Pourcentage des investisseurs institutionnels qui intègrent les risques climatiques dans leur processus d'investissement



Note: Ce graphique illustre le pourcentage d'investisseurs institutionnels qui ont adopté une certaine approche au cours des cinq dernières années pour intégrer les risques climatiques dans leur processus d'investissement. Les réponses ne sont pas mutuellement exclusives. Les résultats sont classés en fonction de leur fréquence relative.

Source: Krueger et al. (2020).

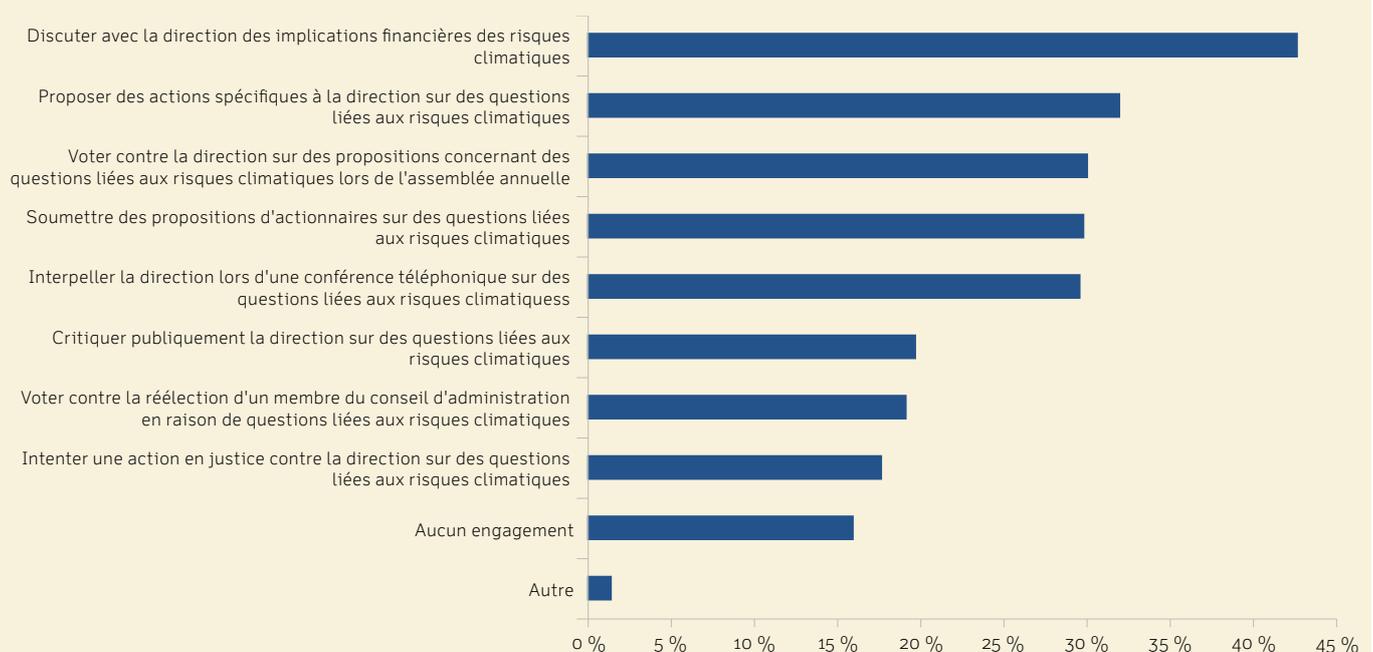
9) Les personnes interrogées occupent des postes qui leur permettent de connaître les processus de décision et des risques en matière d'investissement, comme par exemple des directeurs des investissements, des experts ESG et des gestionnaires de fonds. L'échantillon comprend 48 participants issus d'institutions gérant chacune plus de 100 milliards d'USD d'actifs.

Une conclusion similaire ressort du graphique 4, qui se concentre plus spécifiquement sur l'engagement actionnarial. Il montre que seuls 43 % des investisseurs institutionnels interrogés par Krueger et al. (2020) ont discuté des questions liées au climat avec les entreprises de leur portefeuille d'investissement, et que seuls 30 % d'entre eux ont voté contre une entreprise sur des questions liées au climat lors de l'assemblée générale annuelle. Les chiffres sont encore plus faibles si nous considérons des actions plus "musclées", comme un vote contre la réélection d'un membre du conseil d'administration pour des raisons liées à la gestion des risques climatiques. De manière générale, les chiffres que nous présentons sont probablement biaisés en faveur des investisseurs institutionnels qui considèrent les risques climatiques comme importants et qui sont relativement proactifs, par rapport aux investisseurs moyens.

Il apparaît également clairement qu'aucune approche dominante n'a encore émergé en matière de gestion des risques climatiques, ce qui indique que la manière de gérer ces risques de manière

efficace n'est pas encore évidente. Les chiffres rapportés ici datent de quelques années, et des progrès ont été réalisés depuis lors avec tout particulièrement un plus grand nombre d'institutions s'attaquant activement aux risques climatiques. Néanmoins, il reste encore beaucoup à faire, en particulier au niveau des petits investisseurs institutionnels. Pour ces derniers, les coalitions d'investisseurs peuvent constituer une plateforme efficace à partir de laquelle ils peuvent mener conjointement une stratégie d'engagement actionnarial auprès des entreprises de leur portefeuille. Les petits investisseurs peuvent par ailleurs confier leur stratégie d'engagement actionnarial à des spécialistes. Un autre défi réside dans le fait que les cadres réglementaires pour les investisseurs institutionnels se concentrent principalement sur les exigences en matière de divulgation, plutôt que sur la spécification d'objectifs ou la facilitation d'actions visant à prendre en compte les risques climatiques (comme l'engagement actionnarial). Cette ambiguïté peut laisser les investisseurs dans l'incertitude quant à la manière d'intégrer efficacement les risques climatiques dans leurs stratégies d'investissement.

Graphique 4 : Pourcentage des investisseurs institutionnels qui s'engagent directement auprès des entreprises dans leur portefeuille d'investissement sur des questions liées au climat



Note : Ce graphique indique le pourcentage de participants qui ont adopté une approche particulière d'engagement actionnarial direct sur des questions liées aux risques climatiques au cours des cinq dernières années. Les réponses ne sont pas mutuellement exclusives. Les résultats sont classés en fonction de leur fréquence relative.

Source : Krueger et al. (2020).

Coalitions d'investisseurs sur les questions ESG

Comme indiqué plus haut, certains investisseurs institutionnels ont créé des coalitions pour discuter collectivement de questions ESG avec les entreprises de leur portefeuille d'investissement. Ces initiatives sont motivées par l'effet de levier plus important et le potentiel de pression plus élevée que ces réseaux peuvent exercer lorsqu'ils se positionnent auprès des entreprises de leur portefeuille comme représentants des nombreux investisseurs qui les soutiennent. Un autre avantage est que les coalitions réduisent les coûts de collecte d'informations et les problèmes de resquillage.

Par exemple, Climate Action 100+ est une initiative menée par des investisseurs qui s'attaque aux risques climatiques en menant une politique d'engagement actionnarial auprès de 170 entreprises responsables d'environ 80 % des émissions industrielles de carbone dans le monde. Les trois objectifs de cette initiative, en matière de cibles d'engagement, sont les suivants: (i) réduire les émissions de carbone conformément à l'Accord de Paris; (ii) mettre en œuvre un cadre de gouvernance avec une responsabilisation des conseils d'administration et une surveillance des risques climatiques; et (iii) améliorer la divulgation, conformément aux recommandations de la Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) (Climate Action 100+, 2024).

Si les initiatives émanant des investisseurs sont prometteuses, elles sont également confrontées à des défis. Ces plateformes sont menacées sur le plan juridique, car certains leur reprochent d'agir de concert ou d'enfreindre les règles antitrust. En outre, dans de nombreuses juridictions, les cadres réglementaires sont ambigus ou ne sont pas propices à un engagement actionnarial coordonné. Par ailleurs, certains grands investisseurs ont récemment annoncé leur retrait total ou partiel de certaines coalitions, ce qui pourrait nuire à la crédibilité et à l'efficacité de ces dernières.

Fournisseurs de données ESG

La plupart des investisseurs institutionnels ne disposent pas du temps, de l'expertise ou des ressources nécessaires pour établir des notations ESG ou climatiques pour le grand nombre d'entreprises de leurs portefeuilles. Ils font donc appel à des fournisseurs de données ("agences de notation ESG") pour évaluer à leur place la performance ESG de ces entreprises. Comme c'est le cas pour les agences de notation de crédit, les investisseurs sont clairement mieux lotis avec les agences de notation ESG que sans elles. Certains nouveaux éléments méritent toutefois d'être examinés de plus près.

L'Autorité fédérale allemande de surveillance financière (BaFin) a récemment interrogé les investisseurs institutionnels sur la manière dont ils utilisent les notations ESG dans le processus d'investissement et sur leurs préoccupations concernant l'utilisation de ces données (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 2024). Cette étude fournit trois résultats intéressants, qui sont probablement valables au-delà de l'Allemagne: (i) 83 % des institutions interrogées utilisent des fournisseurs externes de données ESG, la grande majorité d'entre elles ayant recours aux services de MSCI, suivi par ISS¹⁰; (ii) seulement 38 % des institutions interrogées considèrent que la qualité des données ESG achetées est "élevée"; et (iii) seulement 18 % d'entre elles estiment que le coût des produits de données obtenus est approprié.

Visiblement préoccupée par l'utilisation laxiste et la dépendance excessive des investisseurs institutionnels à l'égard de données ESG externes, la BaFin conclut qu'elle tentera de définir des normes minimales, au niveau de l'UE, que les investisseurs doivent respecter lors de la collecte et de l'utilisation des données ESG.¹¹ La Commission européenne a récemment publié des propositions visant à réglementer les agences de notation ESG (European Commission, 2023). Ces propositions prévoient notamment que les agences de notation ESG doivent demander l'autorisation de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), respecter les règles visant à éviter les conflits d'intérêts et se montrer plus transparentes, par exemple en divulguant leur méthode de notation (European Securities and Markets Authority, 2023).

10) Ces résultats sont en accord avec d'autres études indiquant que MSCI et ISS, ainsi que Sustainalytics, sont devenus les leaders du marché (Opimas, 2020).

11) Certains pays, comme la Suisse, imposent déjà aux investisseurs de vérifier et de contrôler les données ESG qu'ils utilisent. Certaines de ces exigences sont basées sur un principe d'autorégulation.

6. Conclusions

Comme démontré dans la présente note, les critiques à l'encontre de l'investissement ESG découlent en grande partie d'une mauvaise compréhension de ses objectifs et d'un manque de connaissances sur la manière dont il peut créer de la valeur financière pour les investisseurs. Les risques ESG constituent des risques d'investissement financièrement significatifs que tous les investisseurs institutionnels doivent prendre en compte dans leur processus d'investissement.

En interpellant activement les entreprises de leur portefeuille concernant ces risques, les investisseurs institutionnels peuvent à la fois créer de la valeur financière et contribuer à la société dans son ensemble en aidant à relever certains des grands défis actuels. Ce rôle se distingue de tout jugement de l'investissement ESG fondé sur des principes moraux ou des valeurs. Nous montrons

en outre que la gestion active des risques ESG par le biais d'un engagement actionnarial est particulièrement prometteuse. S'il crée de la valeur financière en réduisant le risque d'investissement, ce type d'engagement génère également des résultats bénéfiques pour l'ensemble de la société, par exemple, si l'engagement vise à réduire les émissions d'une entreprise ou son impact négatif sur la biodiversité.

En tant qu'auteurs de cette note, nous espérons que les investisseurs auront une meilleure compréhension de la manière dont une stratégie d'investissement ESG peut créer de la valeur financière, encourageant ainsi une meilleure création de valeur sociétale par le secteur financier. De cette façon, la finance pourra ainsi contribuer à un avenir plus durable.



Références

- Aswani, J., Raghunandan, A., & Rajgopal, S. (2024). Are carbon emissions associated with stock returns? *Review of Finance*, 28(1), 75–106. <https://doi.org/10.1093/rof/rfad013>
- Atilgan, Y., Demirtas, K. O., Edmans, A., & Gunaydin, D. A. (2023). *Does the carbon premium reflect risk or mispricing?* European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4573622>
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. (2024). *BaFin Marktstudie – Durchführung einer Marktstudie zur Erhebung von und Umgang mit ESG-Daten und ESG-Ratingverfahren durch Kapitalverwaltungsgesellschaften* [Market Study]. https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/dl_ESG-Studie_PDF_20240214.html
- Becht, M., Pajuste, A., & Toniolo, A. (2023). *Voice through divestment*. European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4386469>
- Berk, J., & van Binsbergen, J. H. (2021). *The impact of impact investing*. Stanford University Graduate School of Business Research Paper. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3909166>
- Bolton, P., & Kacperczyk, M. (2021). Do investors care about carbon risk? *Journal of Financial Economics*, 142(2), 517–549. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.008>
- Busch, T., Bruce-Clark, P., Derwall, J., Eccles, R., Hebb, T., Hoepner, A., Klein, C., Krueger, P., Paetzold, F., Scholtens, B., & Weber, O. (2021). Impact investments: a call for (re)orientation. *SN Business & Economics*, 1(33). <https://doi.org/10.1007/s43546-020-00033-6>
- Climate Action 100+. (2024). *Climate Action 100+ reaction to recent departures* [Press Release]. <https://www.climateaction100.org/news/climate-action-100-reaction-to-recent-departures/>
- Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, 101(9), 621–640. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.021>
- European Commission. (2023). *Communication of the European Commission on proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the transparency and integrity of environmental, social and governance (ESG) rating activities* [Explanatory Memorandum]. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2023:0314:FIN>
- European Securities and Markets Authority. (2023). *Investment services and fund management* [News Release]. <https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/sustainable-finance/investment-services-and-fund-management>
- Garel, A., Romec, A., Sautner, Z., & Wagner, A. F. (2024). Do investors care about biodiversity? *Review of Finance*, forthcoming. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4398110>
- Hoepner, A. G. F., Oikonomou, I., Sautner, Z., Starks, L. T., & Zhou, X. Y. (2024). ESG shareholder engagement and downside risk. *Review of Finance*, 28(2), 483–510. <https://doi.org/10.1093/rof/rfad034>
- Ilhan, E., Krueger, P., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2023). Climate risk disclosure and institutional investors. *Review of Financial Studies*, 36(7), 2617–2650. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhad002>
- Ilhan, E., Sautner, Z., & Vilkov, G. (2021). Carbon tail risk. *Review of Financial Studies*, 34(3), 1540–1571. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa071>
- Krueger, P., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2020). The importance of climate risks for institutional investors. *Review of Financial Studies*, 33(3), 1067–1111. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz137>
- Lowry, M., Wang, P., & Wei, K. D. (2024). *Are all ESG funds created equal? Only some funds are committed*. European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4104700>
- Musk, E. [@elonmusk]. (2022, May 18). *ESG is a scam. It has been weaponized by phony social justice warriors*. [Post]. Twitter. <https://twitter.com/elonmusk/status/1526958110023245829>
- Opimas. (2020). *ESG data market: No stopping its rise now* [Report]. <https://www.opimas.com/research/547/detail/>
- Starks, L. T. (2023). Presidential address: Sustainable finance and ESG issues—Value versus values. *Journal of Finance*, 78(4), 1837–1872. <https://doi.org/10.1111/jofi.13255>
- Stroebel, J., & Wurgler, J. (2021). What do you think about climate finance? *Journal of Financial Economics*, 142(2), 487–498. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.08.004>
- Swiss Sustainable Finance. (2023). *Swiss sustainable investment market study 2023* [Report]. https://marketstudy2023.sustainablefinance.ch/wp-content/uploads/2023/06/SSF_2023_MarketStudy.pdf
- Zürcher Kantonalbank. (2024). *How we integrate ESG into investment decisions* [Report]. <https://www.zkb.ch/en/home/asset-management/sustainability/esg-integration.html>

Swiss Finance Institute

Avec le soutien de ses fondateurs – le secteur bancaire suisse, la Confédération et les principales universités suisses – le Swiss Finance Institute (SFI) assure une promotion active d'une recherche et d'un enseignement de classe mondiale dans les domaines de la banque et de la finance en Suisse. En combinant excellence académique et expérience pratique, le SFI contribue au renforcement de la place financière suisse.

Editeur et contact

Dr. Cyril Pasche
Senior Director Publications and Topic Development
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
info@sfi.ch, www.sfi.ch

