Business School

WORKING PAPER SERIES

Working Paper

2014-097

What is the perception of corporate social responsibility for fund managers in Switzerland?

Hélène Pasquini-Descomps
Frédéric Teulon

http://www.ipag.fr/fr/accueil/la-recherche/publications-WP.html

IPAG Business School
184, Boulevard Saint-Germain
75006 Paris
France

IPAG working papers are circulated for discussion and comments only. They have not been peer-reviewed and may not be reproduced without permission of the authors.

What is the perception of corporate social responsibility for fund managers in Switzerland?

Hélène Pasquini-Descomps
PH-D on going, HEG and HEC Genève

Frédéric Teulon
Executive Head of Research, IPAG Business School, Paris

rate social responsibility for fund managers in Switzerland?

Abstract

We study the link between the sustainable and social activities of a firm (known as Corporate Social Responsibility CSR) and its financial performance. We first review and analyze the existing research on the topic, followed by a qualitative study of this relationship consisting of interviews of fund managers in Switzerland.
We find in the literature that a positive relationship is perceived between the commitment to CSR of companies and their performance, but overall scientific evidence is still lacking, as positive results are only achieved in some specific contexts. On the other hand, it appears from our interview that investors may not expect a higher performance when investing in high CSR firms, but a neutral relationship. In other words, they want the proof that engaging in CSR is not detrimental to the performance of the firm. In that case, they are willing to invest preferably in companies that create the most value in non-financial objectives.
Another important result is that investors cannot asses the CSR the firm precisely due to a lack of recent and relevant information on companies' CSR activities. The need to do their own research for CSR evaluation could be a barrier for sustainable investment, as investors would spend extra time to ensure of a firm sustainability for a neutral impact on their portfolios gain.

Keywords :
CSR, ESG, SRI, Financial Performance, Sustainable Development, Sustainable Management, Portfolio Management, Funds.

Introduction

Maîtriser les risques environnementaux, mettre en place des processus d'écoconception, développer des produits dits « verts », améliorer la qualité de vie au travail et lutter contre toutes formes de discrimination, communiquer des indicateurs « extra-financiers » sont devenus des actes déterminant de l'engagement et de l'intériorisation institutionnelle de la responsabilité sociétale des entreprises (RSE). Mais, le fait de « s'engager à être responsable ou développer une politique RSE », est-ce une contrainte ou un levier de performance pour les entreprises?

Les études scientifiques empiriques semblent indiquer un lien positif entre les efforts en responsabilité sociale des entreprises, en anglais « corporate social responsability » et leur performance financière. Cependant, elles font parfois preuve de faiblesses méthodologiques ou d'un contexte limité. Il devient ainsi nécessaire de confirmer les résultats de ces études, qui dépendent largement de l'environnement économique, et d'explorer le sens de la causalité entre performance et responsabilité sociale, lequel est généralement ignoré (Scholtens, 2008). En effet, est-ce bien l'engagement social de l'entreprise qui crée de la valeur, ou bien les entreprises qui génèrent le plus de bénéfices sont-elles celles qui ont les moyens de cet engagement ?

Un autre point crucial afin d'appréhender l'impact de cette relation sur la gestion des firmes est de mieux comprendre la perception de ces liens par les investisseurs. En effet, si on postule que la RSE crée de la valeur, mais que cette relation n'est pas perçue correctement par les investisseurs, alors elle ne sera pas reflétée directement dans le prix des actions des entreprises. A l'inverse, cela pourrait offrir des opportunités pour l'investisseur conscient de ce lien. Il est donc important d'analyser l'avis des praticiens, gestionnaires et investisseurs professionnels pour mieux comprendre leur vision de l'impact de la RSE sur la valeur des actions. Nous avons donc réalisé des entretiens (questionnaires semi-directifs) de huit gestionnaires de fonds à Genève et Zurich afin de mieux comprendre leur perception du lien entre l'engagement durable et social des entreprises et leur performance.

1. Cadres théorique et méthodologique

1.1. La relation entre performance financière et performance non financière

Selon la théorie des parties prenantes, une meilleure satisfaction de toutes les parties prenantes implique une meilleure maîtrise des coûts de l'entreprise et se traduit par une performance financière supérieure (Waddock et Graves ; 1997). L'entreprise est ainsi tenue à ne plus s'intéresser uniquement à sa performance financière, mais également à sa performance sociétale (Gössling, 2003). Au contraire, selon Friedman (1970), la responsabilité sociale des entreprises (RSE, ou CSR en anglais) conduit à une expropriation des profits des actionnaires, au bénéfice de la collectivité. De plus, la non-maximisation du profit pour la firme implique une perte d'efficacité pour la société dans son ensemble. Pour éclairer ce débat, de nombreuses études empiriques se sont alors intéressées au lien entre RSE (au travers de la corporate social performance, notée CSP) et performance financière (corporate financial performance, notée CFP).

Plusieurs études dont les synthèses de Wu (2006), Maron (2006), Margolis et al. (2007) montrent que la relation entre CSR et performance financière semble positive. Toutefois, leurs résultats sont contestables et contestés car ils dépendent principalement de la nature des

données collectées. En effet, ces études reposent pour la plupart sur au moins un des facteurs limitatifs suivants:
* le marché américain. Les conclusions ne sont donc pas transposables aux firmes européennes compte tenu de leur environnement, en particulier des lois et pratiques de gouvernance différentes (Sahut et Boulerne, 2010),
* des données trop anciennes, avant 2000 et la publication des premiers référentiels (guidelines) du Global Reporting Initiative (GRI), lesquelles visent à inciter les firmes au niveau mondial à communiquer des informations plus standardisées, précises et comparables en matière de développement durable. Même après la publication de la guideline G3 en 2006, certains chercheurs comme Boiral (2010) déconstruisent l'hypothèse de mesurabilité, de comparabilité et de transparence des performances de développement durable entre des firmes du même secteur utilisant le même référentiel du GRI (dans son étude, Boiral a analysé 12 rapports de l'année 2007 de développement durable d'entreprises minières ayant obtenu le niveau d'application A ou A+ de ce guideline),
* des données récentes mais avec peu d'indicateurs de CSR et un historique limité (entre 2 et 5 ans au maximum),
* des méthodologies quantitatives fondées sur des données agrégées (note globale de la firme sur la gouvernance par exemple), ou des indicateurs choisis en fonction de leur disponibilité. Par exemple, un des piliers du développement durable, la gouvernance est appréhendée dans la pluparts des articles scientifiques uniquement au travers du nombre d'administrateurs indépendants car cette information est disponible dans les bases de données financières classiques, sans s'intéresser aux liens que peuvent avoir entre eux les administrateurs, à leurs compétences, ou encore à leur rémunération,
* des méthodologies qualitatives d'analyse de discours, utilisant les rapports annuels ou des interviews avec les manageurs sans recouper les informations qui sont purement déclaratives (la triangulation des données est pourtant une condition minimale de ce type d'étude).

De plus, la plupart des travaux sur la CSR portent sur des recherches antérieures à l'année 2000. Or, comme le précisent Cohen et Winn (2007) et Schubert et Lang (2005), même si le rapport Brundtland est considéré comme le point culminant dans la prise de conscience de la CSR aussi bien pour les firmes, les parties prenantes que les analystes financiers, ce n'est qu'au début des années 2000, que le développement durable s'installe comme un enjeu majeur du gouvernement d'entreprise. Les firmes ont dû prendre en compte le changement observé dans les systèmes de valeurs de leurs actionnaires, employés, clients etc., en se prêtant à la mise en œuvre des objectifs sociaux et environnementaux de toutes ses parties prenantes.

Dès lors, les méta-analyses de Margolis, Elfenbein et Walsh (2007), mais surtout celle de van Beurden et Gössling (2008) semblent plus pertinentes dans la mesure où elles sont essentiellement axées sur des travaux réalisés entre 1990 et 2007 et prennent ainsi en considération ces changements de valeurs sociétales. Ils démontrent que la majorité des études ont mis en évidence une relation positive entre la CSP et la CFP. Si dans ces différentes études, les résultats sont souvent mitigés, c'est essentiellement en raison des mesures de performance choisies et de problèmes méthodologiques, notamment parce que les performances sociétales et financières sont endogènes. La performance sociétale des firmes est appréhendée généralement au travers d'indices de pollution, de réputation, d'agence de notation sociétale telle que KLD, de l'analyse du contenu de leur rapport annuel (analyse de discours), de leurs activités philanthropiques, ou encore de leur inclusion dans un indice boursier dit «socialement responsable» comme le DSI 400 pour les Etats-Unis (Decock-Good, 1991). Certains chercheurs tel que Belu (2009) propose même de nouveaux indices, à partir

de la méthode DEA, traduisant une mesure de l'engagement des firmes dans les pratiques de développement durable (ou durabilité). La performance financière comprend des mesures issues de la comptabilité (par exemple: retour sur investissement, ou encore rentabilité des actifs) et d'autres de nature boursière (prix ou rendement des actions). La relation est beaucoup plus significative pour la performance sociétale avec les indices de réputation, et pour la performance financière avec des mesures comptables. Outre l'intensité de la relation plus importante, les mesures issues de la comptabilité présentent l'avantage de fournir une mesure plus pertinente de la performance économique de l'entreprise. Le seul inconvénient provient du fait qu'elles sont plus sujettes à des manipulations managériales (McGuire et al., 1988). Ces mesures, qui sont à la base des différences observées dans les résultats, nous amènent à nous interroger sur la notion de performance à long terme des firmes, que la performance financière seule ne peut pas capter.

Outre ces mesures, l'industrie à laquelle une firme appartient doit être prise en considération dans l'intensité de la relation positive entre durabilité et performance. En effet, les firmes doivent faire face à des préoccupations sociales, environnementales et financières bien distinctes selon leur secteur d'activité. Un établissement bancaire n'aura pas les mêmes préoccupations en termes de développement durable qu'une société pétrochimique. Or, la plupart des études réalisées couvrent plusieurs industries et tendent à masquer les effets d'une industrie spécifique. Comme le propose Chand (2006), ces études sur le lien entre CSP et CFP devraient se focaliser sur une industrie unique.

Cette relation positive entre durabilité et performance est également de plus en plus partagée par les professionnels, comme le montre l'étude de McKinsey-BCCC (2008) dans laquelle deux-tiers des managers et trois-quarts des professionnels de l'investissement interrogés aux USA pensent que la RSE crée de la valeur pour les actionnaires, dans un contexte économique stable.

Par ailleurs, les revues professionnelles et journaux font apparaître trois constats :
1. Les entreprises (leurs présidents) croient que leurs compagnies seraient plus fortement évaluées si les investisseurs comprenaient mieux la performance non financière de leur firme (NFP) ;
2. Les investisseurs croient qu'ils pourraient mieux évaluer la performance future des firmes si ces dernières étaient disposées à partager plus d'information sur les indicateurs clés de gestion, en particulier non financiers (par exemple leadership, stratégie, développement personnel, service à la clientèle, innovation produit, gestion des risques, réputation) ;
3. Il y a une corrélation forte entre les indicateurs clés de gestion et le management des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance.

Les études académiques et ces observations montrent qu'au-delà de la mesure des effets du management des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) sur la performance des entreprises, un second problème, celui de leur perception par les investisseurs vient se greffer. Il repose sur les asymétries d'information entre les investisseurs et les sociétés. Certaines causes de ces asymétries d'information ont été identifiées dans la littérature (Wu, 2006) au niveau :

* Des entreprises :
- manque d'expertise dans les enjeux de la performance non financière de leur firme (NFP) et réticence à discuter d'éléments pourtant non étroitement liés à leur stratégie opérationnelle immédiate,

- doute sur la robustesse de la NFP et des méthodologies internes pour la fournir,
- manque de confiance dans la capacité à gérer la NFP pour fournir des données prévisionnelles ;
- scepticisme des investisseurs dans la NFP ;
- inquiétude au sujet de l'impact sur la crédibilité personnelle qui résulte de la promotion de messages financiers non orientés sur le cœur de métier.

* Des investisseurs:
- lien causal entre la NFP et la performance financière non évident (Sahut et Lantz, 2005);
- manque d'études inter-sociétés ou sectorielles robustes sur la comparaison de NFP ;
- expertise limitée sur l'évaluation de la NFP qui influence directement les compétences en stratégie et leadership ;
- protection de la propriété des outils analytiques de mesure de la NFP créant un manque de transparence dans les méthodologies d'évaluation de la NFP ;
- importance relative des enjeux de la NFP qui oscillent entre la gestion des risques et les normes imposées par le législateur et les régulateurs.

C'est la raison pour laquelle, nous nous sommes intéressés à la perception de la performance non financière de la firme (NFP), au travers de la CSR par les investisseurs.
La littérature financière identifie deux éléments fondamentaux dans les décisions d'investissements (Albouy, 2005) :
* la rationalité des investisseurs. En effet, toute prise de décision d'investissement passe par un processus fondé sur l'intuition et/ou le raisonnement. Les investisseurs convaincus des bienfaits du développement durable (DD) ont peut-être plus recours à leur intuition (sur le DD) que les autres investisseurs qui utilisent davantage les raisonnements financiers traditionnels,
* l'horizon de gestion et la performance des entreprises. L'actionnaire qui se place dans une perspective de court terme aura vraisemblablement un comportement différent à celui qu'il aurait s'il investissait à long terme. Un investisseur ayant un horizon à long terme analysera les grandes tendances de l'entreprise (analyse fondamentale de sa performance actuelle et future) et de son secteur car il sait qu'à long terme une firme bien gérée doit créer de la valeur. Tandis qu'un investisseur à court terme sera plus tenté « de faire des coups », et s'intéresser à tous les éléments qui peuvent faire varier les cours rapidement dont les rumeurs.
La diversité des horizons temporels implique donc autant de stratégies d'investissement qui se répercutent différemment sur les dimensions de la CSP (Johnson et Greening, 1999). Les investisseurs éthiques sont-ils à la recherche de gains financiers accrus par des critères de sélections spécifiques ou désirent-ils effectuer des placements à long terme dans le but d'agir sur le comportement des entreprises ? Dans ce dernier cas, ils sont susceptibles d'accorder une importance plus grande aux informations sur le DD et donc d'influencer leur diffusion.

On peut donc se demander si les investisseurs et gestionnaires de fonds ISR ont la même rationalité que les autres investisseurs, ou s'agit-il seulement d'une autre vision de l'horizon de gestion et de la performance des firmes (Sahut et al., 2012).

Cette question de la rationalité a surtout été abordée au travers des croyances des investisseurs éthiques. Lewis et Mackenzie (1999) postulent que les décisions des acteurs ne sont pas uniquement motivées par la satisfaction des intérêts privés mais également par des considérations d'ordre moral. Ils considèrent que l'investissement éthique illustre concrètement ce postulat. La question qui se pose est donc de savoir en quoi ces investisseurs se différencient des investisseurs traditionnels ? Face au choix d'un investissement financier,

leurs croyances impliquent-elles qu'ils n'effectueront pas clairement des choix « rationnels » au sens de Simon (1955) ? En d'autres termes sont-ils prêts à sacrifier leurs gains financiers pour détenir des actifs éthiques ?

Les résultats de plusieurs études montrent que lorsque la performance financière des fonds éthiques est inférieure à celle des fonds classiques, et que les investisseurs « responsables » décident alors, en majorité, de conserver leurs parts dans ces mêmes fonds (Lewis et Mackenzie, 2000a). Ils élaborent des options de choix incompatibles avec celles d'un investisseur traditionnel car ne permettant pas d'atteindre les paliers de satisfaction résultant d'une rationalité «procédurale».
L'apport des recherches dans ce domaine réside principalement dans le fait qu'elles remettent en cause le postulat de l'agent économique rationnel.
Par ailleurs, les travaux de Webley *et al.* (2001) apportent des éléments cruciaux afin de mieux comprendre les caractéristiques psychologiques des investisseurs éthiques, leurs motivations et leurs comportements.
Le résultat principal de cette étude est que l'investissement éthique relève non pas de la recherche de gains financiers mais d'une idéologie et d'une identité particulière. Cette conclusion est convergente avec celle de Lewis et Mackenzie (2000b). De cette étude sont issus d'autres résultats surprenants. Ainsi, les investisseurs éthiques continuent à investir dans un fonds éthique lorsque ses performances financières sont décevantes.
Ainsi, une réponse claire est apportée à la question de la recherche des gains financiers : elle ne ferait pas partie de leurs préoccupations. Mais on peut se demander si cette conclusion n'est pas contingente à la méthodologie employée.

Ces recherches sont très importantes car elles constituent une synthèse des études précédentes. En effet, même si leur méthodologie diffère, leur objet de recherche est défini à partir des conclusions tirées des travaux précédents et notamment de l'identification d'un paradoxe dans le comportement des investisseurs éthiques. Les résultats clarifient les éléments de réponse apportés jusqu'à présent en donnant des précisions sur les caractéristiques psychologiques des investisseurs éthiques.

Les travaux de Bénabou et Tirole (2006) offrent également un éclairage intéressant sur la demande pour les fonds ISR. En effet, ils indiquent que cette demande peut émaner de plusieurs sources, et tout d'abord de l'altruisme pur. "D'une certaine manière, nous aspirons tous à faire le bien et à nous rendre utiles, souligne Jean Tirole". Ils montrent aussi que les incitations financières ne peuvent pas être négligées, les investisseurs dans les fonds ISR attendant une performance financière décente. Ces travaux montrent également qu'investir dans l'ISR constitue un moyen de gagner du prestige social.
Ils indiquent donc que les fonds ISR pourraient attiser la demande pour leurs produits financiers en s'appuyant sur le désir d'image de soi des investisseurs via par exemple des campagnes de communication adaptées ou une conception de fonds appropriée.

En s'intéressant aux processus cognitifs, ce courant émergeant de la littérature financière commence à proposer une véritable analyse de la rationalité des investisseurs éthiques. Cette analyse permet d'appréhender ces derniers non pas comme des agents irrationnels mais comme des agents possédant une rationalité spécifique. Toutefois, les fondements théoriques sont absents de la plupart de ces articles. Cette absence, caractéristique d'un champ de recherche émergent, rend délicate l'analyse des résultats et leur généralisation.
C'est pourquoi nous avons choisi une approche plus qualitative afin de comprendre le comportement et les choix des gestionnaires de fonds face aux critères ESG.

1.2. Méthodologie

Afin de comprendre le comportement et les choix des gestionnaires de fonds face aux critères ESG, nous avons développé une approche plus qualitative. Notre étude est basée sur des entretiens (questionnaires semi-directifs) de huit gestionnaires de fonds (asset managers) à Genève et Zurich. Les entretiens semi-directifs nécessitent la constitution d'un guide thématique formalisé et la planification de stratégies d'écoute et d'intervention. Le guide d'entretien structure l'interrogation mais ne dirige pas le discours. Dans notre cas, il est composé des thèmes suivants :

- l'engagement des entreprises suisses envers le développement durable,

- la manière dont les gestionnaires de fonds utilisent des critères liés au développement durable dans leur processus d'investissement,

- le lien, positif ou négatif, qu'ils perçoivent entre la performance d'une entreprise et ses effort en terme de développement durable, et ce pour chacune des quatre catégories : écologie, gouvernance d'entreprise, éthique ou sociétal, sociale,

- les données et fournisseurs qu'ils utilisent pour juger les entreprises selon des critères ESG et la pertinence de ces informations,

- Les motivations ou incitations à introduire des critères non financiers dans la gestion des investissements.

L'analyse de leur discours nous a permis d'appréhender comment ils perçoivent les politique de développement durable des firmes, et intègrent des critères ESG dans leurs choix de portefeuille en fonction des demandes de leurs clients. On a ainsi pu repérer certains de leurs principes de gestion de portefeuille et valeurs sous-jacentes dont nous traçons les contours dans la section suivante.

2. Analyse des résultats et discussion

2.1 La gestion de fonds ISR en Europe et en Suisse

L'Investissement Socialement Responsable (ISR) connaît une popularité croissante depuis la dernière décennie. On peut définir l'ISR comme l'introduction de critères liés au développement durable dans les décisions d'investissement, par opposition à l'investissement classique qui se concentre uniquement sur des paramètres financiers. Les critères du développement durable sont habituellement regroupé en trois thèmes : Environnement, Social/Sociétal et Gouvernance d'entreprise (ESG). L'environnement semble être le thème prépondérant, suivi par la gouvernance d'entreprise, le social, et enfin plus récemment l'aspect sociétal ou communautaire.[1]
Selon les rapports biannuels US SIF (Sustainable Investment Forum) et EURO-SIF, la masse sous gestion ISR aux Etats-Unis et en Europe serait en forte augmentation. Elle serait ainsi passée de 2,1 milliards de dollars en 1999 à $3,7 milliards en 2012 pour les Etats Unis, et de

[1] CSRHub user average Priorities : Community 2.6, Employees 2.8, Environment 3.7, Governance 2.9 http://www.csrhub.com/csrhub/

€1,7 milliards en 2005 à €11,7 milliards en 2011(chiffre comprenant les exclusions basée sur des normes depuis 2009).
Cette augmentation de l'ISR provient surtout des investisseurs institutionnels (94%), les fonds publics étant soumis à la pression morale des communautés et des législateurs en matière de développement durable. La popularité de l'investissement responsable est devenue encore plus importante suite à la crise financière de 2007 qui a brisé la confiance des investisseurs dans les marchés financiers et les modes d'investissement traditionnels, et entrainé de nouvelles politiques et règles de la part des gouvernements et organes de régulation des marché. L'ISR, en plus d'apporter aux investisseurs une certaine satisfaction morale s'est avéré être un investissement plus stable en période de crise boursière, suscitant un intérêt accrus pour ce type d'approche de portefeuille.
Regardons plus en détail les stratégies qui se rattachent à l'investissement socialement responsable. La forme la plus ancienne de l'ISR est l'exclusion de certains secteurs ou activités jugées non conformes à la morale ou aux dogmes d'une religion, comme les armes, l'alcool, le tabac, etc. Ce type de stratégie existe depuis le 18ème siècle, mais il est maintenant complété par les exclusions fondées sur des normes internationales récentes. Dans son ensemble, l'exclusion reste la forme la plus appliquée de stratégie ISR et représente toujours plus de la moitié des investissements l'ISR en Europe, avec environ 33% pour l'exclusion par activité et 20% pour l'exclusion normative.[2]
Les autres stratégies de la forme moderne de l'ISR ne fonctionnent pas par exclusion des moutons noirs, mais au contraire par la sélection active d'entreprises répondant positivement aux critères du développement durable (voir le tableau n°1). Environ 28% de l'ISR en Europe consiste ainsi à intégrer des critères ESG en plus des critères financier dans la sélection active d'entreprises. Quant à l'approche « best- in-class », elle favorise les entreprises les mieux notées selon les critères ESG parmi les autres entreprises du même secteur, mais ne représente que 2% des stratégies. Finalement, dans les stratégies les plus engagées envers le développement durable on notera la création de fonds thématiques, ou l'utilisation des droits des actionnaires pour orienter la stratégie d'une d'entreprise vers l'ESG, stratégie de plus en populaire qui représente 17% de l'ISR.
Si on se penche sur le cas de la Suisse en particulier, l'exclusion reste une des stratégies ISR les plus présentes, notamment par l'exclusion des armes à fragmentation, ce qui a été confirmé dans nos entretiens. La stratégie « best-in-class » est également très présente et les fonds thématiques viennent en troisième.

[2] EURO SIF Europe SRI Study 2012 - http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/sri-study-2012

Tableau n°1 : Typologie des fonds ISR

Type	Strategies	Definition
Negative Screening	Exclusion	Exclusion of certain sectors such as weapons etc.
	Norm-based screening	Exclusion based on compliance with international standard and norms
Positive screening	ESG Integration	Integration of ESG criteria to classic Financial analysis
	Best-in-Class	Selection or Weighting of stocks according to ESG criteria
Active Investment	Themed Funds	Funds with a theme focused on Sustainability, such as Green energy, Health, etc.
	Engagement Voting	Active Ownership through share voting on ESG topics
	Impact Investment	Investing to create an ESG impact such as microfinance, local business funds, etc...

Source: EURO SIF Europe SRI Study 2012

2.2. Analyse des entretiens de *gestionnaires de fonds suisses sur la prise en compte des critères ESG*

Notre premier thème concerne l'engagement des entreprises suisses envers le développement durable. Dans l'ensemble, les praticiens perçoivent les entreprises suisses comme très engagés, en particulier dans l'environnement, et visant à être les « championnes du développement durable » au cours des dix à quinze prochaines années. Cela n'aurais pas toujours été le cas dans le passé, en raison notamment d'une réglementation plus permissive. Nos gestionnaires ont noté que l'engagement des entreprises est très variable d'une entreprise à l'autre. Dans l'ensemble, les entreprises ayant une exposition directe aux consommateurs comme Nestlé sont plus actives dans le développement durable et sont capables de gérer leur risque de réputation de manière très active.

Notre deuxième sujet concerne la manière dont les Asset Managers utilisent des critères liés au développement durable dans leur processus d'investissement. Il faut noter que nos gestionnaires ne gèrent pas des fonds thématiques sur le DD afin d'éviter un biais de sélection, mais des fonds en actions classiques, suisses ou internationaux. Fait intéressant, la plupart d'entre eux ont déjà mis en place une liste d'exclusion pour les sociétés produisant des armes controversées, comme les mines antipersonnel, les bombes à fragmentation, ... depuis plusieurs années. Ils admettent que ce genre de filtre est assez facile à mettre en œuvre, en particulier pour la gestion quantitative. Toutefois, s'ils sont prêts à exclure quelques entreprises provenant d'une liste, ils n'excluraient jamais un secteur entier, car ils estiment que cela pourrait nuire à la diversification de leurs portefeuilles. Certains d'entre eux sont notamment au courant des études récentes sur la surperformance des « sin stocks » (tabac, alcool, etc.), ce qui renforce cette réticence à exclure certains secteurs particuliers. Nos gestionnaires de fonds seraient prêts à intégrer activement les critères ESG dans leur analyse financière, mais leur première préoccupation est que cela reste neutre envers la performance

de leurs fonds. Avant de généraliser ce type d'approche de gestion, ils voudraient tester historiquement (« backtesting ») l'effet d'une telle inclusion sur des données boursières passées afin de s'assurer que la performance de leurs fonds ne sera pas impactée dans le futur.
Les facteurs écologiques et éthiques, ainsi que la gouvernance seraient les premiers critères à attirer leur attention. L'écologie et de l'éthique aurait un lien positif sur la performance des firmes car ils réduisent le risque de réputation. La gouvernance les intéresse également car les investisseurs institutionnels sont concernés par les droits des actionnaires minoritaires (Sahut et Othmani, 2010). Quelques-uns d'entre eux pensent que la réduction du risque de réputation et une bonne gouvernance dans le domaine de l'ESG pourrait créer de la performance supplémentaire par rapport à leurs pairs. Le lien est très clair dans leur esprit entre les mauvaises nouvelles en matière de DD et une baisse des prix des actions de l'entreprise, mais cela ne dure que pendant un certain temps seulement. Certain perçoivent aussi que l'analyse ESG a un coût pour l'entreprise, et ont tendance à croire que l'engagement dans l'ESG est neutre pour une entreprise sur le long terme, ces coûts venant contrebalancer la réduction du nombre de mauvaises nouvelles. En résumé nos gestionnaires d'actifs semblent considérer que l'ESG réduit la volatilité et diminue le risque de réputation, mais a un impact neutre sur le long terme sur la performance.
En général, nos gestionnaires savent où trouver des données ESG et connaissent les grands fournisseurs de données et indices de référence, notamment Bloomberg Transparence, Thomson Reuters Asset4 et l'indice MSCI ESG. Ils mentionnent également un nombre croissant de fournisseurs de données ESG dans les pays nordiques. Il y a un consensus massif, cependant, sur le fait que les données ESG ne sont pas toujours vérifiées et mises à jour régulièrement, et si elles peuvent être utile comme un premier filtre, la plupart d'entre eux refont ou referait leur propre analyse. Ils estiment que cette analyse supplémentaire est très coûteuse, c'est pourquoi à l'heure actuelle, ils n'incluent les facteurs ESG dans leur analyse qu'au cas par cas, de manière à réduire un risque particulier.

Enfin, les gestionnaires reconnaissent tous que le facteur principal qui les pousserait à s'engager activement dans l'analyse ESG, au-delà d'une exclusion marginale, serait la demande expresse de leurs clients. En deuxième position, une nouvelle réglementation dans les pays de leurs clients qui favoriserait les investissements dans ce domaine serait un puissant moteur. Enfin, leur propre philanthropie pourrait être également un élément déclencheur, si on peut leur prouver que cela est neutre pour la performance de leur portefeuille. Cette notion très forte de préservation de la valeur pour le client reste prépondérante.

Conclusion

Nous avons montré que le lien positif entre la performance des entreprises et leur engagement RSE n'est prouvé et perçu que dans certain contextes. D'autre part, il semblerait que les gestionnaires d'actifs soient prêts à intégrer des critères ESG seulement s'il est prouvé que cela est neutre pour la performance de leurs portefeuilles. Ils ne vont pas se livrer à ce type d'activité à moins d'une demande spécifique de leurs clients, car ils estiment que l'analyse ESG est très coûteuse pour eux, tout en n'ayant pas un impact significatif sur la performance financière d'une entreprise, mais seulement sur le risque de réputation.
D'autre part, les investisseurs « traditionnels » soulignent la difficulté à évaluer la politique RSE des firmes. Cela est principalement dû au manque d'informations récentes et pertinentes dans ce domaine. Le coût additionnel ainsi lié à la nécessité de faire leur propre recherche crée une certaine barrière que tous ne veulent pas dépasser ou assumer compte tenu de l'absence de gain attendu sur la performance de leurs portefeuilles.

Bibliographie

Albouy, M., 2005, « Les histoires qu'on raconte aux actionnaires », Revue Française de Gestion, n° 159, novembre-décembre, pp. 213-231.

Amenc, N., Le Sourd, V., 2008, « Socially responsible investment performance in France », EDHEC Risk and Asset Management Research Centre.

Bello, Z., 2005, « Socially responsible investing and portfolio diversification », Journal of Financial Research, vol. 28, 1, pp. 41-57.

Belu C., 2009, "Ranking Corporations Based on Sustainable and Socially Responsible Practices. A Data Envelopment Analysis (DEA) Approach," *Sustainable Development*, vol. 17, pp 257-268.

Bénabou, R., & J. Tirole, 2006, Incentives and Prosocial Behavior, American Economic Review, vol. 96, 5, pp. 1652-1678.

Boiral, O., 2010, « Peut-on mesurer les performances de développement durable? », CIRANO, 2010s-11.

Brammer, S., Millington, A., 2008, « Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance », Strategic Management Journal, vol 29, 12, pp. 1325-1343.

Butz, C., 2003, « Decomposing SRI performance », Pictet Quants report.

Chand, M., 2006, "The Relationship between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance: Industry Type as a Boundary Condition," The Business Review, vol. 5, n°1, pp 240-245.

Cohen, B. and M. I. Winn, 2007, "Market Imperfections, Opportunity and Sustainable Entrepreneurship," Journal of Business Venturing, vol. 22, n°1, pp 29–49.

Cordeiro, J. J., Sarkis, J., 1998, « Environmental proactivism and firm performance: evidence from security analyst earnings forecasts », Business Strategy and the Environment, vol. 6, 2, pp. 104-114.

Cormier, D., Magnan, M., 2007, « The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of firm's earnings: An international perspective », Ecological Economics, vol. 62, 3-4, pp. 613-626.

Core, J.E., Guay, W.R., Rusticus, T. O., 2006, « Does weak governance cause weak stock returns ? An examination of firm operating performance and investors expectations », The Journal of Finance, vol. 61, 2, pp. 655-687.

Cummings, L.S., 2000, « The financial performance of ethical investment trusts: An Australian perspective », vol. 25, 1, pp. 79-92.

D'Antonio, L., 2000, « Socially responsible investing and asset allocation », The Journal of Investing, vol. 9, 3, pp. 65-72.

Decock-Good, C., 2001, "L'engagement mécénique des entreprises: mesure de l'une des expressions de leur responsabilité sociétale," Finance Contrôle Stratégie, 4, pp. 29-57.

Derwall, J., Guenster N., Bauer, R., Koedijk, K., 2005, « The eco-efficiency premium puzzle », Financial Analyst Journal, vol. 61, 2.

Derwall, J., Koedijk, K., 2009, « Socially responsible fixed-income funds », Journal of Business Finance & Accounting, vol. 36, 1 & 2, pp. 210-229.

Eccles R. G., Ioannou I., Serafeim G., 2012, « The Impact of a corporate culture of sustainability on corporate behavior and performance », NBER Working paper No. 17950.

Friedman, M., 1970, "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits", *The New York Times Magazine*, September 13.

Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A., 2003, « Corporate governance and equity prices », Quarterly Journal of Economics, vol. 118, 1, pp. 107-156.

Gössling T., 2003, “The Price of Morality. An Analysis of Personality, Moral Behavior, and Social Rules in Economic Terms,” Journal of Business Ethics, vol. 45, 1–2, pp 121–131.

Hamilton, S.J, Statman, M., 1993, Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds », Financial Analysts Journal, vol. 49, 6, pp. 62–66.

Hillman, T., Keim, G.D., 2001, « Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What’s the bottom line ? », Strategic Management Journal, vol. 22, 2, pp. 125-139.

Kempf, A., Osthoff, P., 2007, « The effect of socially responsible investing on portfolio performance », European Financial Management, vol 13, 5, pp. 908-922.

King, A.A., Lenox, M.J., 2001, « Does it really pay to be green? An empirical study of firm environmental and financial performance », Journal of Industrial Ecology, vol 5, 1.

Konar, S., Cohen, M.A., 2001, « Does the market value environmental performance ? », Review of Economics & Statistics, vol. 83, 2, pp. 281-289.

Lewis, A., Mackenzie, C., 1999, “Morals and markets: the case of ethical investing”, Business Ethics Quarterly, vol. 9, 3, pp. 439-452.

Lewis, A., Mackenzie, C., 2000a, “Moral, money, ethical investing and economics psychology”, Human Relation, vol. 53, 2, pp. 179-182.

Lewis, A., Mackenzie, C., 2000b, “Support for investor activism among UK ethical investors”, Journal of Business Ethics, vol. 24, 3, pp. 215-222.

Luther, R., Matatko, J., Corner, D., 1992, « The investment performance of UK ethical unit trusts », Accounting, Auditing and Accountability Journal Review, vol 5, pp. 57–70.

Mallin, C.A., Saadouni, B., Briston, R.J., 1995, « The financial performance of ethical investment funds », Journal of Business Finance and Accounting, vol 22, issue 4, pp. 483–496.

Margolis, J., Elfenbein, H., Walsh, J., 2007, « Does it pay to be good ? A meta-analysis and rediretion of research on the relationship between corporate social and financial performance », Academy of Management Conference, Philadelphia.

Maron, I.Y., 2006, “Toward a Unified Theory of the CSP– CFP Link,” Journal of Business Ethics vol. 67, n°2, pp 191–200.

McGuire, J.B., Sundgren, A., Schneeweiss, T., 1988, “Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance,” *Academy of Management Journal*, vol. 31, n°4.

McKinsey-BCCC, 2008, “Measuring the business value of social impact”, survey, September.

Saadaoui, K., 2012, « The financial performance and investment style of French ethical funds », 29th International Conference of the French Finance Association (AFFI), Strasbourg, May 14-16.

Sahut, JM., Boulerne, S., Mili, M., Teulon F., 2012, “What relation exists between CSR and longevity of firms ?”, International Journal of Business, vol. 17, 2, 2012.

Sahut, JM., Boulerne, S., 2010,“Les sources d’inefficacité des mécanismes de gouvernance”, Management et Avenir, n°33, pp 374-387.

Sahut, JM., Othmani Gharbi H., 2010, “Institutional Investors’ Typology and Firm Performance: The Case of French Firms”, International Journal of Business, vol. 15, 1.

Sahut, JM., Lantz, J.S., 2005, “R&D Investment and the Financial Performance of Technological Firms”, International Journal of Business, vol. 10, 4.

Scholtens, B., 2005, « What drives socially responsible investment ? The case of Netherlands », Wiley InterScience (www.interscience.wiley.com)

Schroder, M., 2004, « The performance of socially responsible investments: investment funds and indices », Financial Markets and Portfolio Management, vol 18, 2, pp. 122–142.

Schubert, A., Lang, I., 2005, “The Literature Aftermath of the Brundtland Report ‘Our Common Future,” A Scientometric Study Based on Citations in Science and Social Science Journals’, Environment Development and Sustainability, vol. 7, 1, pp 1–8.

Simon, H., 1955, “A Behavioral Model of Rational Choice”, Quarterly Journal of Economics, 69, pp. 99-188.

Statman, M., 2000, « Socially responsible mutual funds », Financial Analysts Journal, vol 56, 3, pp. 30–39.

Van Beurden, P., Gössling, T., 2008, « The worth of values – A literature review on the relation between corporate social and financial performance », Journal of Business Ethics, vol 82, 2, pp. 407-424.

Von Arx, U., Ziegler, A., 2008, « The effect of CSR on stock Performance: New evidence for the USA and Europe », CER-ETH – Center of Economic Research at ETH Zürich, Working Paper No 08/85.

Waddock, S.A., Graves, S.B., 1997, "The Corporate Social Performance-Financial Performance Link," Strategic Management Journal, vol. 18, 4, pp 303-319.

Webley, P.A., Lewis, A., Mackenzie, C., 2001, "Commitment among ethical investors: an experimental Approach", Journal of Economic Psychology, vol. 22, 1, pp.27-42.

Wilcox, W., Berry, K., O'Bryan, D., Quirin, J.J., 2010, « The relevance of discretionary disclosures: Predictive value versus feedback value », Journal of Business & Economics Research, vol. 8, 3.

Wu, M.-L., 2006, « Corporate social performance, corporate financial performance, and firm size: A meta-analysis », Journal of American Academy of Business, vol. 8, 1, pp. 163-171.

Ziegler, A., Schröder, M., Rennings, K., 2007, « The effect of environmental and social performance on the stock performance of european corporations », Environmental and Ressource Economics, vol. 37, 4, pp. 661-680.