

Les propriétés risque-rendement des stratégies d'investissement Environnementales, Sociales et de Gouvernance (ESG)

14 février 2020



Guy ERTZ
Chief Investment Advisor

EN UN MOT :

La finance durable est définie comme « l'intégration des principes environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans les décisions des entreprises, le développement économique et les stratégies d'investissement¹ ». Dans cet article, nous passons en revue la littérature universitaire et constatons que dans la plupart des études, il existe un lien positif ou nul entre les critères ESG et la performance financière des entreprises. En outre, il est prouvé que l'intégration des critères ESG dans la stratégie et la culture d'entreprise peut conduire à la réduction des risques, en particulier les risques extrêmes. Nous pensons que les tendances liées aux questions environnementales et sociales seront des moteurs clés de la demande future, en particulier dans des domaines tels que la gestion de l'eau et des déchets, les énergies renouvelables, l'éducation et l'alimentation.

Quels sont les critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) ?

Les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance peuvent être analysés individuellement ou ensemble. Dans cet article, nous passons en revue la littérature académique afin d'examiner si l'utilisation de critères ESG pour sélectionner les investissements peut impacter négativement l'arbitrage risque-rendement, toutes choses étant

¹ IMF (2019) Global Financial Stability Report "Lower for Longer", chapitre 6 sur "sustainable finance". Octobre 2019.

égales par ailleurs. Nous examinons également les tendances liées aux questions environnementales et sociales. Celles-ci devraient permettre aux entreprises de bénéficier d'une demande plus élevée qui générera davantage de bénéfices, et/ou attirer les investisseurs en raison d'un changement de leur profil risque-rendement. Pour illustrer ce dernier argument, une entreprise peut devenir plus attractive par la diminution des risques de fluctuations des bénéfices ou des risques de réputation.

Quels sont les facteurs clés pour l'ESG ?

Environnement	Social	Gouvernance
Eau	Meilleur employeur	Gouvernance d'entreprise
Déchets et plastiques	Diversité	Structure du conseil d'administration et dispositifs de rémunération
Énergies propres et renouvelables	Capital humain (éducation et droit du travail)	Transparence et contrôle des risques
Émissions de carbone et risques climatiques	Santé & sécurité alimentaire	Les systèmes de rémunération et la responsabilité financière

Source : FMI (2019) et Clark, Feiner et Viehs (2015) ²

Nous estimons important de souligner, à ce stade, que les producteurs d'Investissement Socialement Responsable (ISR) utilisent des critères ESG pour un filtrage positif des entreprises. Ils ajoutent également des « filtres négatifs » basés sur des exclusions normatives et/ou sectorielles, comme les armes, le tabac, l'alcool, etc.

Les propriétés risque-rendement des stratégies utilisant des critères ESG par rapport aux critères traditionnels

Un certain nombre de recherches ont été réalisées sur ce sujet. Deux rapports principaux fournissent un résumé d'un grand nombre d'études. Le premier est Clark, Feiner et Viehs (2015) et le second est Friede, Busch et Bassen (2015)³. La plupart des études constatent qu'il n'y a pas de corrélation négative entre les performances ESG et les performances financières des entreprises. Le dernier rapport sur la stabilité financière du FMI (2019) confirme ces résultats. De plus, la plupart des études trouvent même une corrélation positive. Toutefois, les investisseurs doivent être conscients qu'un portefeuille prenant en compte des critères ESG peut se comporter différemment de l'ensemble du marché à court terme. En effet, certains secteurs peuvent avoir une pondération plus faible (ou plus élevée) que le marché, ce qui peut expliquer des divergences de performances. Sur le long terme, l'impact sur la performance financière des entreprises est généralement positif. Une comparaison entre l'indice MSCI Global Equity Market et l'indice MSCI ESG équivalent montre que ce dernier a surperformé depuis 2010 (cf. graphique 1). Les performances passées ne sont pas un indicateur des performances futures.

² Clark, Feiner and Viehs (2015) "From the stockholder to the shareholder: How sustainability can drive financial performance", University of Oxford and Arabesque Partners.

³ Gunnar Friede, Timo Busch and Alexander Bassen (2015), "ESG and Financial Performance: aggregated evidence from more than 2,000 empirical studies", Journal of Sustainable Finance and Investment, 5:4, p210-233.

Tableau récapitulatif :

Nom de l'étude	Contenu	Principales conclusions
Clark, Feiner et Viehs (2015)	Analyse de plus de 200 études académiques	<p>90% des études sur le coût du capital montrent que de bonnes pratiques ESG réduisent le coût du capital.</p> <p>88% des études montrent que de solides pratiques ESG se traduisent par une meilleure performance opérationnelle.</p> <p>80% des études montrent que la performance du cours de l'action est positivement influencée par les bonnes pratiques de durabilité.</p>
Friede, Busch et Bassen (2015)	Analyse de plus de 200 études	<p>Environ 90% des études trouvent une relation non négative entre la prise en compte de critères ESG et la performance financière des entreprises. La grande majorité des études fait état de résultats positifs. Ils se réfèrent aux conclusions des études de portefeuille qui présentent en moyenne une relation neutre/mixte de performance ESG CFP.</p>

Graphique 1 : Performance d'un indice action traditionnel par rapport à l'ESG (EMU)



Regardons de plus près l'influence des différents facteurs.

L'ESG et la performance des entreprises

L'application de critères ESG à ses investissements implique une restriction de l'univers d'investissement mondial. Il est donc important de comprendre quels mécanismes, dans un univers restreint, peuvent expliquer pourquoi le risque/rendement n'est pas affecté négativement. Le coût du capital dans les entreprises est un mécanisme clé très discuté dans le cadre de la recherche ESG. Clark, Feiner et Viehs (2015) ont souligné ce sujet. Le rapport montre que 90% des études suggèrent que des pratiques plus durables, réduisent le coût du capital. Les principaux moteurs sont les bonnes structures de gouvernance d'entreprise, les mesures anti-OPA, les bonnes politiques environnementales, les bonnes relations sociales et la sécurité des produits.

Un autre mécanisme clé discuté dans le rapport Clark, Feiner et Viehs (2015) concerne la performance opérationnelle. Les études montrent que les trois facteurs ESG jouent un rôle positif. En ce qui concerne la gouvernance, les questions telles que la structure du conseil d'administration, la rémunération des dirigeants, les mécanismes anti-OPA sont considérés comme les plus importantes. S'agissant des questions environnementales, les pratiques environnementales des entreprises, la réduction de la pollution et l'efficacité de l'utilisation des ressources sont mentionnées comme les plus pertinentes pour la performance opérationnelle.

Étant donné que les stratégies utilisant des critères ESG obtiennent des rendements attendus similaires (ou meilleurs) sur le long terme, il est important de se concentrer sur les risques.

ESG et gestion des risques

Il est vrai que l'intégration des critères ESG dans la stratégie et la culture d'entreprise peut entraîner une réduction des risques⁴. Si les entreprises négligent les questions liées à l'ESG, elles sont exposées à des risques plus élevés, tels que les accidents environnementaux (E), le risque de réputation lié aux conditions de travail ou à l'inégalité entre les sexes (S) et les risques liés à la gouvernance d'entreprise, tels que la fraude, les systèmes de rémunération inadaptés et l'absence de contrôle des risques (G).

Lee et Faff (2009)⁵ constatent que les entreprises leaders dans le domaine de la performance sociale présentent un risque idiosyncratique nettement plus faible. Ce dernier peut être évalué par l'ensemble du marché actions. Ilhan, Emirhan, Zacharias Sautner et Grigory Vilkov (2019)⁶ proposent une analyse approfondie sur le risque de pertes extrêmes liées aux émissions de carbone. Ils montrent que le coût de la protection via des options contre les risques baissiers est plus élevé pour les entreprises ayant des modèles économiques plus intensifs en carbone. Cela suggère l'existence de risques extrêmes pour certaines entreprises. La décision du gouvernement allemand de sortir du nucléaire à la suite de la catastrophe de Fukushima a eu un impact énorme sur les valorisations boursières des sociétés de services aux collectivités. Un récent rapport du FMI⁷ souligne que les expositions aux risques environnementaux peuvent entraîner des pertes financières importantes pour les entreprises et les changements climatiques peuvent avoir les mêmes effets pour les institutions financières, les détenteurs d'actifs et les entreprises. L'intégration des facteurs ESG dans les modèles économiques des entreprises peut contribuer à atténuer ces risques.

⁴ Voir aussi Clark, Feiner and Viehs (2015).

⁵ D. Lee and R. Faff (2009) "Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk: A global perspective", The financial review, Vol. 44, N°2, May 2009.

⁶ Ilhan, Emirhan, Zacharias Sautner, and Grigory Vilkov. 2019. "Carbon Tail Risk."

⁷ IMF (2019) Global Financial Stability Report "Lower for Longer", chapitre 6 sur "Sustainable Finance". Octobre.

Clark, Feiner et Viehs (2015) discutent également des raisons pour lesquelles des normes ESG inférieures peuvent constituer une menace pour la réputation d'une entreprise. Au-delà des questions environnementales, cela peut conduire à des effets négatifs durables sur la valorisation de l'entreprise, voire à un défaut, dans des cas extrêmes. Des exemples typiques sont les nouvelles négatives entourant les conditions de travail, les inégalités entre les sexes ainsi que les questions de gouvernance, comme la conformité et le contrôle des risques.

Les questions environnementales et sociales stimulent la demande de biens et de services⁸

On prend de plus en plus conscience que la société humaine et l'économie mondiale sont étroitement liées à l'écosystème en particulier dans les domaines de l'eau, des déchets et des sources d'énergie. Cela a conduit à des actions impliquant les gouvernements telles que l'accord de la Conférence de Paris sur le climat (COP21) et les Objectifs de Développement Durable (ODD) des Nations unies pour n'en citer que quelques-unes. Concernant l'environnement, nous anticipons une demande croissante de biens et services liés à l'accès à l'eau, à la gestion des déchets ainsi qu'aux énergies propres et renouvelables. Les méthodes de collecte, le recyclage et les solutions de revalorisation des déchets en sont des exemples. Les autres domaines couvrent l'innovation technologique et les équipements dans le solaire, l'éolien, la géothermie et l'hydroélectricité. Parmi les segments clés figurent les batteries et les produits chimiques connexes ainsi que les fabricants d'équipements électriques et de réseau. Nous voyons également un potentiel dans le domaine de l'éducation, des aliments alternatifs, de la sécurité alimentaire ainsi que de l'alimentation saine et naturelle.

En conclusion

L'intégration de critères ESG peut être une source d'optimisation du couple risque-rendement. En effet, la plupart des études trouvent une relation positive ou nulle entre les critères ESG et la performance financière des entreprises. En outre, l'intégration de critères ESG peut également être considérée comme un moyen de réduire le risque, en particulier le risque extrême. En effet, les risques extrêmes les plus courants sont les risques environnementaux et ceux liés aux émissions de carbone⁹. Les filtres sociaux et de gouvernance peuvent contribuer à réduire le « risque de réputation ». En plus de cet argument risque-rendement, nous identifions des opportunités liées aux questions environnementales et sociales. En effet, on assiste à une prise de conscience, en particulier médiatique, de plus en plus franche que la société humaine et l'économie mondiale sont étroitement liées à la nature et en particulier à l'eau, aux déchets et aux sources d'énergie. Cela devrait entraîner une demande croissante de biens et de services dans ces domaines, et au-delà dans les secteurs de l'éducation, des aliments alternatifs, de la sécurité alimentaire ainsi que de l'alimentation saine et naturelle.

⁸ Voir aussi les thèmes d'investissement 2020 de BNP Paribas WM (thème 6 et 7).

<https://wealthmanagement.bnpparibas/content/wealthmanagement/voiceofwealth/fr/macroeconomie/nos-themes-d-investissement-2020.html.html>

⁹ Ilhan, Emirhan, Zacharias Sautner, and Grigory Vilkov. 2019.

Références :

Clark, Feiner and Viehs (2015) "From the stockholder to the shareholder: How sustainability can drive financial performance", University of Oxford and Arabesque Partners.

Gunnar Friede, Timo Busch and Alexander Bassen (2015), "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies", *Journal of Sustainable finance and investment*, 5:4, p210-233.

Ilhan, Emirhan, Zacharias Sautner, and Grigory Vilkov. (2019). "Carbon Tail Risk."

D. Lee and R. Faff (2009) "Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk: A global perspective", *The financial review*, Vol. 44, N°2.

IMF (2019) *Global Financial Stability Report "Lower for Longer"*, chapitre 6 sur "Sustainable Finance". October Report.



NOTRE ÉQUIPE DE STRATÉGISTES

France

Florent BRONES
Chief Investment Officer

Asie

Prashant BHAYANI
Chief Investment Officer, Asia

Grace TAM
Chief Investment Advisor, Asia

Belgique

Philippe GIJSELS
Chief Investment Advisor

Xavier TIMMERMANS
Senior Investment Strategy, PRB

Alain GERARD
Senior Investment Advisor, Equities

Pol TANSENS
Head of Real Estate Strategy

Luxembourg

Guy ERTZ
Chief Investment Advisor

Edouard DESBONNETS
Investment Advisor, Fixed Income

Suisse

Roger KELLER
Chief Investment Officer

AVERTISSEMENT

Le présent document marketing est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme française au capital de 2.499.597.122 Euros, Siège Social 16 bd des Italiens 75009 Paris – France, immatriculée au RCS Paris sous le numéro 662 042 449, agréée en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché. Ce document est confidentiel et destiné uniquement à une utilisation par BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA et les sociétés de leur groupe (« BNP Paribas ») et les personnes à qui ce document est délivré. Il ne peut pas être distribué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas.

Ce document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus. Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission. BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quelque soit le produit ou l'investissement. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques. Ce document peut faire référence à des performances historiques ; les performances passées ne présagent pas des performances futures. L'information contenue

dans ce document a été rédigée sans prendre en considération votre situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement. Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lié à l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. Tout investisseur doit entièrement comprendre les caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque. L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures. Tout investissement dans un produit décrit est soumis à la lecture préalable et à la compréhension de la documentation constitutive du produit, en particulier celle qui décrit en détail les droits et devoirs des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans ce produit. En absence de disposition écrite contraire, BNP Paribas n'agit pas comme conseiller financier de l'investisseur pour ses transactions.

Les informations, opinions ou estimations figurant dans ce document reflètent le jugement de leur auteur au jour de sa rédaction ; elles ne doivent ni être considérées comme faisant autorité ni être substituées par quiconque à l'exercice de son propre jugement, et sont susceptibles de modifications sans préavis. Ni BNP Paribas ni toute entité du Groupe BNP Paribas ne pourra être tenue pour responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation des informations, opinions ou estimations contenues dans le présent document.

En tant que distributeur des produits présentés dans ce document, BNP Paribas peut recevoir des commissions de distribution sur lesquelles vous pouvez obtenir de plus amples informations sur demande spécifique. BNP Paribas, ses employés ou administrateurs peuvent détenir des positions sur des produits ou être en relation avec leurs émetteurs.

En recevant ce document, vous acceptez d'être lié par les limitations ci-dessus.

© BNP Paribas (2020). Tous droits réservés

