

# Désinvestir : pour quel impact ?





## RESUME

---

**Le domaine de la finance durable est dans une phase d'expansion spectaculaire** et la remise en question du rôle de la finance est sans précédent. Parmi les stratégies environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) utilisées par les investisseurs responsables, la plus simple et sans aucun doute la plus populaire est celle excluant les titres de mauvais élèves.

**Au niveau global, l'exclusion est de loin la stratégie de filtrage la plus implémentée** avec USD 19771 milliards d'actifs appliquant cette stratégie en 2018. Cela souligne son importance et justifie la nécessité d'étudier son réel impact sur les activités des entreprises ciblées et sur le portefeuille de l'investisseur.

**L'exclusion des entreprises répréhensibles par les investisseurs viserait deux objectifs principaux** : d'une part, altérer les pratiques de l'entreprise en la privant de financement et en renforçant le mouvement de stigmatisation, et d'autre part, diminuer les risques et d'améliorer la performance du portefeuille de l'investisseur.

**L'exclusion serait susceptible d'impacter les conditions opérationnelles de l'entreprise ciblée** et potentiellement sa stratégie en matière ESG à travers trois canaux : les incitations managériales, le renforcement d'un mouvement de stigmatisation et un effet de rationnement du capital.

**L'efficacité de l'exclusion, notamment à travers les incitations managériales et la stigmatisation, semble limitée**, variable et fonction de différents facteurs. Deux conditions sont essentielles au fonctionnement de ces deux premiers canaux : il faut que d'une part, que

l'investisseur déclare publiquement son intention de désinvestir et, d'autre part, que le montant désinvesti soit assez, voire très important. Ces deux conditions sont nécessaires pour créer une pression suffisante sur les prix laquelle pourrait inciter la direction à améliorer les pratiques de l'entreprise et sensibiliser les parties prenantes. Une politique d'exclusion en interne n'aura vraisemblablement que peu d'impact sur les marchés financiers et dans le débat public. L'exclusion sera plus à même de changer les activités de l'entreprise via les incitations salariales dépendamment des coûts de réforme, du type de filtrage appliqué, ainsi que des formes de rémunérations et de l'horizon de l'exécutif. Quant à la stigmatisation, bien qu'elle dénormalise les industries cibles pour des parties prenantes et puisse diminuer leur influence politique, son efficacité reste incertaine compte tenu des réponses historiques des acteurs concernés, telles que le *stigma dilution* ou le *greenwashing*.

**C'est à travers un rationnement du capital sur le marché primaire que l'exclusion pourrait sans aucun doute avoir l'effet le plus marquant.** Elle peut conduire à sevrer l'entreprise de financement et l'inciter à changer ses pratiques, dépendamment de ses caractéristiques propres et son environnement d'exploitation. Les entreprises jeunes, petites, locales ou actives dans des environnements politiques, économiques ou techniques difficiles seront plus affectées par les restrictions de financements et donc plus susceptibles de se plier aux préférences des investisseurs. En revanche, pour les *large cap* et anciennes multinationales, se finançant en interne ou ayant un plus grand pool d'investisseurs potentiels, la pression

financière sera beaucoup moins importante, voire totalement ineffective, et l'impact de l'exclusion réduit ou annihilé.

**Les bons et les mauvais élèves diffèrent intrinsèquement**, notamment au niveau de leur coût du capital, et donc de leurs rendements. Les investisseurs semblent exiger des rendements plus élevés pour des actions mal notées notamment sur base du critère environnemental. Ces différences entre les bons et les mauvais élèves constituent un élément à intégrer à l'allocation stratégique de l'investisseur.

**Les portefeuilles ESG employant des stratégies d'exclusion ont eu ces dernières années une performance au moins aussi bonne que celles de portefeuilles traditionnels** ; contredisant le fait que les mauvais élèves présentent des rendements plus élevés. Ce résultat peut être expliqué par la concentration des portefeuilles ou des expositions sectorielles, régionales, et de facteurs de risque, mais cela n'est pas toujours le cas. L'engouement pour l'ESG et les mouvements de prix non pérennes qu'il implique en seraient plutôt la cause.

**Cet effet de momentum en faveur des bons élèves ne pourra persister indéfiniment.** Lorsqu'un nouvel équilibre sera atteint, *i.e.* lorsque l'effet de momentum sera épuisé, les actions sur les entreprises vertes devraient être caractérisées par un rendement moins important.

**Il devrait par conséquent y avoir un coût financier à être un investisseur responsable à l'état stationnaire.** Ce coût peut être partiellement compensé pour les *first-movers* dans la phase d'engouement pour les stratégies ESG. Il n'est donc pas toujours possible de « *do well while doing good* ».

**L'exclusion manquerait ainsi son objectif** en termes d'impact sur les activités de l'entreprise cible comme sur la performance de l'investisseur ; cela sans même tenir compte du fait que les contraintes financières imposées par l'exclusion peuvent aussi avoir des conséquences perverses. Elles pourraient entraver les investissements dans des améliorations de processus ou dans des technologies à bas carbone, créer un risque de vagues de désinvestissement des entreprises répréhensibles et donc perturber la stabilité financière, ou encore aggraver la pauvreté dans certaines régions sans pour autant avoir un réel impact sur l'environnement.

**Cette discussion sur l'exclusion révèle les points clés suivants :**

- 1 **La finance n'est pas toute puissante.** Avoir un impact sur l'économie réel, notamment en désinvestissant, demande du discernement.
- 2 **Il est essentiel de faire la distinction entre marchés primaires et secondaires.** L'exclusion devrait ainsi particulièrement se focaliser sur les marchés primaires et obligataires.
- 3 **Une analyse ESG plus poussée et dynamique est indiquée** en préalable à une éventuelle décision d'exclusion, balançant impact environnemental et social et récompensant les bonnes attitudes et stratégies d'améliorations.
- 4 **Les perspectives d'impact sont bien meilleures avec les stratégies d'engagement** actionnarial. Au lieu de juger la durabilité d'un portefeuille par son score ESG ou son empreinte carbone actuelle, il serait plus judicieux de considérer ses dispositions à changer l'économie de demain.

## **Désinvestir : pour quel impact ?**

*E4S Executive Summary*

Jean-Pierre Danthine & Florence Hugard

Décembre 2021

© Enterprise for Society (E4S) Center, 2021

Credits image : Jack Anstey

Enterprise for Society (E4S) Center est une joint-venture de l'Université de Lausanne à travers sa faculté des Hautes Études Commerciales (UNIL-HEC), de l'Institute for Management Development (IMD) et de l'École polytechnique fédérale de Lausanne (EPFL), sous l'égide du Collège de Management de la Technologie, avec pour mission de mener la transition vers une économie plus résiliente, plus respectueuse de l'environnement et plus inclusive.

Cette recherche a été réalisée dans le cadre d'un partenariat avec les Retraites Populaires et Pictet Asset Services.

