

Désinvestir : pour quel impact ?



Désinvestir : pour quel impact ?

E4S White Paper

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.



TABLE DES MATIERES

1	RESUME	4
2	INTRODUCTION	6
3	EXCLURE LES MAUVAIS ELEVES : POUR QUELS OBJECTIFS ?	6
3.1	HISTORIQUE DES MOUVEMENTS D'EXCLUSION.....	7
3.2	QUE PEUT-ON ESPERER D'UNE STRATEGIE D'EXCLUSION ?	9
4	DIFFERENCES INTRINSEQUES ENTRE BONS ET MAUVAIS ELEVES	10
4.1	COUT DES CAPITAUX PROPRES	11
4.2	COUT DE LA DETTE.....	12
5	IMPACTS DE L'EXCLUSION SUR L'ENTREPRISE CIBLE	13
5.1	CHOC SUR LE PRIX DES TITRES ET INCITATIONS MANAGERIALES	15
5.1.1	DETERMINANTS DE L'EFFICACITE DES INCITATIONS MANAGERIALES	15
5.2	STIGMATISATION	17
5.2.1	LES IMPACTS DE LA STIGMATISATION	17
5.2.2	REPNSES FACE A LA STIGMATISATION	18
5.3	IMPACT DIRECT SUR LE FINANCEMENT : EFFET DE RATIONNEMENT	18
5.3.1	PREFERENCE DES AUTRES CREANCIERS	19
5.3.2	CARACTERISTIQUES DE L'ENTREPRISE CIBLE	19
5.3.3	ENVIRONNEMENT D'EXPLOITATION	19
6	IMPACT DE L'EXCLUSION SUR LE PORTEFEUILLE DE L'INVESTISSEUR	20
6.1	À COURT TERME : IMPACT SUR LE PRIX DU TITRE.....	21
6.2	ENGOUEMENT ENVERS LES PORTEFEUILLES ESG ET EFFET DE MOMENTUM	21
6.2.1	EXPOSITIONS SPECIFIQUES DES PORTEFEUILLES ESG	21
6.2.2	PRIX ET MOMENTUM	22
6.3	À L'ETAT STATIONNAIRE : CE A QUOI S'ATTENDRE	23
6.3.1	PERFORMANCE OBSERVEE POUR LES TITRES CIBLES PAR L'EXCLUSION	23
6.3.2	PROCESSUS DE TRANSITION VERS L'ETAT STATIONNAIRE	24
7	CONCLUSIONS	25
8	GLOSSAIRE	28
9	BIBLIOGRAPHIE	29

1 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 sevrant 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.

2 INTRODUCTION

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. Mais n'en n'attendons-nous pas trop ? Comment et jusqu'à quel point les investisseurs peuvent-ils faire la différence ? En fin de compte, c'est l'économie réelle - producteurs et consommateurs - qui porte la responsabilité et le fardeau du changement. Les financiers peuvent se donner bonne conscience et se plier aux pressions et réglementations externes mais pour que la finance apporte sa contribution dans la transition vers une économie qui respecte les limites planétaires, il est important que les pressions qu'elle exerce soient bien dirigées. Le but du présent texte est d'évaluer l'**exclusion**, une des stratégies les plus fréquemment adoptées par les investisseurs et de présenter l'état des connaissances quant à son impact.

La première étape de toute évaluation des stratégies d'investisseurs responsables consiste à discriminer entre les entreprises dont l'activité actuelle et les plans à venir sont conformes avec un futur durable et celles pour lesquelles ce n'est clairement pas le cas ; tout en admettant qu'il existe une zone grise. Il s'agit d'une thématique

large et de première importance sur laquelle nous ne nous concentrons pas dans un premier temps. Contentons de souligner le besoin d'échapper à une approche statique – e.g., qui sont les gros pollueurs aujourd'hui – pour adopter une approche plus dynamique distinguant les entreprises qui ont une vision et une stratégie ESG de celles qui n'en ont pas e.g., dont les trajectoires de décarbonation futures sont incompatibles avec une économie zéro carbone à un horizon plausible. La présente analyse se concentre plutôt sur les deux questions suivantes : comment l'investisseur responsable utilisant une stratégie d'exclusion peut-il ou elle impacter une entreprise aux mauvaises pratiques ? Et quelles peuvent être les conséquences de cette stratégie sur son portefeuille ? Nous analyserons donc la stratégie d'exclusion qui correspondent aux demandes les plus fréquentes des activistes et ce que l'on peut en attendre en termes d'impact sur l'entreprise cible (Section 5) et sur le portefeuille de l'investisseur (Section 6). En préalable, nous parcourons l'historique des mouvements d'exclusion et les attentes de l'opinion publique (Section 3) et soulignons les différences intrinsèques entre bons et mauvais élèves (Section 4)

3 EXCLURE LES MAUVAIS ELEVES : POUR QUELS OBJECTIFS ?

La plus simple des stratégies et sans aucun doute la plus populaire parmi les activistes est celle consistant à écarter les titres de mauvais élèves de son portefeuille. Il s'agit bien de la stratégie d'exclusion aussi appelée filtrage négatif. L'exclusion est donc une stratégie

d'investissement socialement motivée, dans laquelle les détenteurs ou gérants d'actifs décident de ne pas investir dans des entreprises exerçant une activité considérée comme répréhensible. Dans cette section, nous revenons sur l'historique des mouvements d'exclusion

basés sur les critères ESG ainsi que sur les attentes de l'opinion publique envers cette stratégie.

3.1 HISTORIQUE DES MOUVEMENTS D'EXCLUSION

Les premiers mouvements d'exclusion sont apparus au XIXème siècle et étaient

essentiellement initiés par des organisations confessionnelles. Ils se concentraient particulièrement sur les questions sociales et d'ores et déjà sur l'exclusion des **sin stocks** dans les politiques d'investissement – à savoir les actions des entreprises actives dans l'alcool, le tabac, les jeux d'argent ou encore les armes (Eccles, et al., 2020).

Box 1 : Stratégies de filtrage et importance

L'UN PRI (2020) identifie et définit différents types de filtrages : le filtrage négatif, le filtrage positif et le *norm-based screening*.

Exclusion ou filtrage négatif

L'investisseur exclut de son portefeuille certains secteurs, entreprises ou titres en comparant la performance ESG relative à celles de pairs du secteur ou en s'appuyant sur des critères ESG spécifiques de manière absolue. La sélection peut être effectuée en se basant sur des catégories de produits (*e.g.* armes, tabac), des activités (*e.g.* expérimentation animale), des pratiques commerciales (*e.g.* corruption) ou des géographies (Swiss Sustainable Finance, 2021).

Best-in-class ou filtrage positif

L'investisseur sur-pondère les entreprises ayant une performance ESG supérieure – généralement la **notation ESG** – à celle de pairs du même secteur ou de la même catégorie et sous-pondère ou exclut celles ayant une performance inférieure.

Norm-based screening

L'investisseur filtre par rapport à des standards minimaux de pratiques commerciales en se basant sur des normes internationales telles que les traités de l'ONU, les Accords de Kyoto, la Déclaration des Droits de l'Homme ou encore les directives de l'OCDE.

En 2018, l'exclusion était de loin la stratégie la plus utilisée dans le monde, avec USD 19 771 milliards d'actifs l'appliquant. Elle a cependant récemment été dépassée par l'**intégration ESG**, une stratégie plus sophistiquée et incluant les risques et opportunités ESG au sein des décisions d'investissement traditionnelles (Global Sustainable Investment Alliance, 2021). Les deux autres stratégies de filtrage – et en particulier le filtrage positif – sont toutes deux beaucoup moins appliquées que les autres stratégies d'investissement responsable (Figure 1). Sur le marché suisse, l'engagement ESG, une composante de l'**actionnariat actif**, gagne du terrain et a reclassé l'exclusion à la troisième place des stratégies les plus utilisées par les investisseurs responsables en 2020 (Swiss Sustainable Finance, 2021). Bien que l'exclusion semble perdre de la vitesse, elle représente toujours une proportion importante des actifs durables dans le monde, ce qui justifie la nécessité d'étudier son réel impact sur les activités des entreprises cibles et sur le portefeuille de l'investisseur.

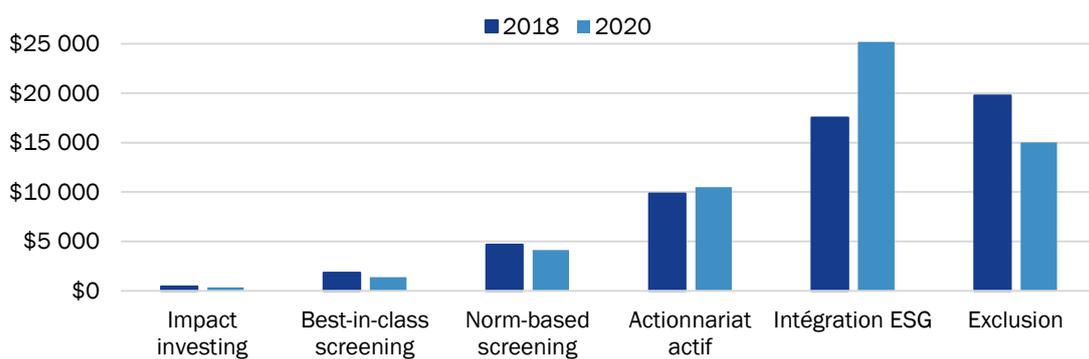
Plus tard, les événements historiques, tels que la guerre du Vietnam, et les considérations sociales, tels que les droits civiques notamment avec le mouvement anti-apartheid, ont donné davantage d'élan aux mouvements d'exclusion par l'intégration de ces composantes dans les décisions d'investisseurs politiquement actifs.

Les problématiques de gouvernance ont quant à elles commencé à émerger dans le cadre du krach boursier de 1929 et de la Grande Dépression des années 30, résultant en la naissance des rapports financiers standardisés. Cela est néanmoins par la crise des *subprimes* et la Grande Récession subséquente que l'importance des bonnes pratiques de gouvernance a été démontrée (Townsend, 2020). Le manque de transparence, de contrôles et d'éthique ont finalement généré un coût important pour les investisseurs. Dès lors, l'indépendance du conseil d'administration, les comités de surveillance ou encore les donations

politiques sont devenues des problématiques matérielles aux investisseurs traditionnels – et des critères d'exclusion pour les entreprises jugées trop risquées en ce sens.

Les questions environnementales ont commencé à prendre de l'importance à la fin des années 80 notamment avec la marée noire de l'Exxon Valdez et la création du **CERES**¹ (Townsend, 2020). Le désinvestissement des énergies fossiles a été une des principales réponses face aux risques climatiques, dès le début des années 2010 avec la pression, toujours plus grandissante, de groupes étudiants (Ansar, et al., 2013). L'exclusion basée sur des critères environnementaux permettrait aux investisseurs de diminuer leur exposition aux risques induits par le changement climatique, tels que les risques légaux et réglementaires, tout en affichant leur opposition aux pratiques non-respectueuses de l'environnement.

Figure 1 : Total des actifs en investissement durable globaux par stratégie en 2018 (USD milliards)



Pour plus de détails sur ces différentes stratégies, voir Glossaire. Source : Global Sustainable Investment Alliance (2018).

¹ Coalition for Environmentally Responsible Economies (CERES). Voir Glossaire.

La sensibilisation des investisseurs aux risques environnementaux, sociaux et de gouvernance, et par conséquent l'utilisation de l'exclusion, conduisent aujourd'hui à une demande accrue des données ESG. Cela a stimulé la publication d'informations liées aux risques ESG par les entreprises mais a aussi conduit la création et la croissance de toute une industrie de vendeurs de données ESG dans un laps de temps relativement court (Eccles, et al., 2020). Cette tendance a d'autant plus simplifié le processus de sélection des stratégies de filtrage mais a aussi fait apparaître d'autres enjeux, comme la divergence des données entre fournisseurs et des évaluations en résultant (Berg, et al., 2019).

3.2 QUE PEUT-ON ESPERER D'UNE STRATEGIE D'EXCLUSION ?

L'opinion populaire serait qu'en excluant les mauvais élèves des portefeuilles d'investisseurs, ils seraient privés de financement et devraient donc stopper leurs opérations. Plus généralement, en générant un processus de stigmatisation et amplifiant les contraintes de financement, l'exclusion provoquerait des difficultés financières pour l'entreprise ciblée. En somme, l'exclusion par les investisseurs viserait deux objectifs principaux :

- 1 **Altérer les pratiques de l'entreprise :**
 - En la sevrant de financement ; et
 - En renforçant un mouvement de stigmatisation dans le but d'augmenter ses coûts de fonctionnement
- 2 **Diminuer les risques et améliorer la performance du portefeuille**

Mais ces effets escomptés sont-ils réalisés en pratique et quels sont les facteurs à prendre en compte ?

Altérer les pratiques de l'entreprise par l'exclusion impacterait directement l'économie réelle et passerait par deux mécanismes : un effet de rationnement, sevrant l'entreprise de financement, et un renforcement de la stigmatisation, induit par une annonce publique d'exclusion.

Si l'objectif est de **sevrer l'entreprise de financement**, l'exclusion devrait être appliquée au **marché primaire** car c'est ici que les entreprises lèvent les nouveaux fonds nécessaires au développement de leurs activités via l'émission d'actions ou d'obligations. L'exclusion sur le **marché secondaire** ne semble pas pertinente en ce sens puisqu'il s'agit purement d'un transfert de propriété, généralement de titres d'entreprises cotées, d'un investisseur concerné par une problématique particulière vers un investisseur intrinsèquement neutre.

En revanche les mouvements d'exclusion sur les marchés secondaires, tout comme ceux sur les marchés primaires, envoient des signaux aux acteurs du marché dans le cas ils sont exprimés publiquement. L'impact de la **stigmatisation** qui peut en résulter mérite d'être pris en compte. L'investisseur pratiquant une stratégie d'exclusion pourrait en particulier espérer qu'elle impacte le **coût du capital** de la société en question et ainsi la stimule à altérer sa stratégie. Les deux termes de cette hypothèse méritent confirmation : dans quelles conditions l'impact sur le coût du capital est-il significatif et dans quels cas cette augmentation a-t-elle des chances de conduire à des changements favorables à l'objectif recherché ?

En parallèle, exclure les mauvais élèves **améliorerait la performance** du portefeuille d'investissement notamment parce que cela réduirait les risques de *stranded assets* ; des actifs subissant une dépréciation imprévue causée entre autres par de nouvelles réglementations, la

transition énergétique ou encore la diminution des coûts des nouvelles technologies. Cependant, outre que ce sont là des considérations standards prises en compte par tous les investisseurs et pas seulement ceux avec des préoccupations écologiques, l'exclusion restreint aussi l'univers d'investissement et implique des contraintes de portefeuille supplémentaires, ce qui théoriquement détériorerait la performance du portefeuille.

Quoi qu'il en soit, il est légitime de se demander si l'objectif de court-circuiter ou de renchérir les opérations d'une entreprise ne s'accompagne pas d'autres coûts dont il faudrait tenir compte. En se focalisant sur un critère, tel que le bilan carbone, l'exclusion n'aboutit-elle pas à privilégier le E au détriment du S de ESG ? Intègre-t-elle vraiment la problématique de reconversion

professionnelle des travailleurs d'une mine mise à l'arrêt ? Est-elle en outre vraiment de nature à favoriser la transition vers une économie plus durable ? Si nous regardons du côté de l'innovation verte, par exemple, il apparaît que le secteur de l'énergie fossile, explicitement exclu par de nombreux fonds privilégiant les critères ESG, représente 14% des entreprises du top 50 des producteurs de brevets verts aux États-Unis (Cohen, et al., 2020)². La question se pose de savoir s'il est vraiment sage de couper tout financement à ces initiatives sur la base d'un filtrage négatif.

Sans une analyse plus poussée, il est par conséquent difficile de cerner les impacts directs et indirects de l'exclusion sur la performance et le risque du portefeuille investisseur, sur l'entreprise cible, et par conséquent sur l'économie réelle.

4 DIFFERENCES INTRINSEQUES ENTRE BONS ET MAUVAIS ELEVES

Avant de mettre en évidence ce que nous savons de l'impact de l'exclusion sur les conditions d'opération des entreprises ciblées et sur les portefeuilles affectés, il est important d'évaluer les différences intrinsèques résultant du choix stratégique d'une entreprise en matière ESG, notamment d'un point de vue de son coût du capital. La littérature soutient qu'il existe une relation généralement négative entre performance de durabilité et coût du capital, en particulier au niveau environnemental : les décisions

managériales qui améliorent l'empreinte environnementale et diminuent les risques des entreprises s'avèrent être valorisées par les investisseurs, réduisant ainsi le coût du capital de l'entreprise (Gianfrate, et al., 2018). La différence dans le coût du capital entre une entreprise responsable et une qui ne l'est pas est expliquée soit par une variation du **coût des capitaux propres**, soit par une variation du **coût de la dette**.

² Exxon Mobil, Honeywell International, Royal Dutch Shell, BP, Conoco Phillips, Chevron et US Oil sont présentes dans ce classement avec un total de 6969 brevets d'innovation verte détenus en 2017 (Cohen, et al., 2020). Nous pourrions y voir ici une volonté de changer l'image de l'entreprise ou encore de freiner le progrès en déposant des brevets sans pour autant les développer. Il semble néanmoins que les intentions soient bonnes et que « les groupes énergétiques traditionnels [fassent] partie des plus gros investisseurs dans le domaine des technologies vertes [...], produisent [...] le plus gros volume d'électricité à partir de sources d'énergie renouvelables et [participent aux] plus gros projets privés-publics » (Delaloye, 2021).

4.1 COUT DES CAPITAUX PROPRES

Le coût des capitaux propres équivalent au rendement de l'action d'une entreprise E peut être défini par le modèle d'évaluation des actifs financiers communément appelé *CAPM*:

$$r_E = r_f + \beta_E(r_m - r_f)$$

avec $\beta_E = \frac{\text{cov}(r_E, r_m)}{\sigma_m^2} = \rho_{m,E} \frac{\sigma_E}{\sigma_m}$

Avec r_f le taux de rendement sans risque, r_m le rendement moyen sur le marché des capitaux, β_E le **risque systémique** de l'entreprise E , $\rho_{m,E}$ la corrélation entre le marché et le rendement de l'action de l'entreprise E , et σ_m et σ_E la volatilité du marché et du rendement de l'action de l'entreprise E , respectivement.

Empiriquement, les investisseurs semblent exiger des rendements plus élevés pour des actions mal notées notamment sur base du critère environnemental que pour celles d'entreprises avec de bonnes pratiques dans ce domaine (Chava, 2014; Bolton & Kacperczyk, 2021a)³. Quel est le mécanisme derrière ce phénomène ? Trois explications complémentaires et donc non exclusives sont possibles.

Explication 1 : Un beta plus élevé et une contrepartie pour le risque correspondant

Le CAPM fait donc l'hypothèse que le seul déterminant du coût des capitaux propres spécifique à l'entreprise est sa mesure de risque systémique β_E . Sharfman & Fernando (2008) trouve qu'une moins

bonne gestion des risques environnementaux pourrait augmenter la volatilité de l'action et le **beta** de l'entreprise. Un coût du capital plus élevé pour les mauvais élèves pourrait dans ce cas être justifié par une augmentation des risques liés à la transition climatique et notamment par les développements et perspectives en matière de réglementation. Il s'agirait là d'une simple contrepartie de l'augmentation du risque systématique sous-jacent et impliquerait – ce qui est pertinent pour l'investisseur – que le rendement sur le titre ajusté pour le risque n'est pas affecté. Blitz & Swinkels (2020) jugent cependant qu'il est peu probable que la covariance entre les rendements d'une entreprise et le marché, et par conséquent que son beta, soient affectés par des exclusions occasionnelles d'un certain groupe d'investisseurs. Le risque mesuré par le beta est affecté par les caractéristiques intrinsèques de l'entreprise, non pas par l'occurrence de stratégies d'exclusion.

Explication 2 : Risques et beta imparfaitement mesurés

Les risques environnementaux sont plutôt des risques à basse fréquence : voir ses actifs immobilisés suite à des réglementations climatiques ou des changements de comportement est un événement relativement peu fréquent sur un horizon court. Une explication complémentaire pourrait dès lors tenir au fait que ces risques sont sans doute imparfaitement mesurés par les

³ In et al. (2019) suggèrent des résultats différents : prendre une position longue dans les entreprises à faible intensité carbone et une position courte dans celles à forte intensité carbone générerait des rendements anormaux positifs. Bolton & Kacperczyk (2021a), se concentrant également

sur les rendements d'entreprises listées aux États-Unis, expliquent cette différence de résultats par les variables contrôles appliquées. Ces derniers contrôlent pour l'industrie, les caractéristiques de l'entreprise ainsi que les facteurs de risques, et analysent les effets des scopes 1, 2 et 3 de manière séparée.

indicateurs de volatilité usuels. C'est un fait reconnu que le comportement du prix des actifs peut s'éloigner de celui prédit sous les hypothèses de marché rationnel lorsque les acteurs du marché ont des attentes particulières concernant des événements discrets et très peu fréquents⁴. Ainsi, un coût des capitaux propres plus élevé pour un mauvais élève comparé à ses pairs pourrait bien correspondre à une augmentation du risque sous-jacent mal mesurée par le beta du titre en question. Dans ce cas, le rendement sur le titre pourrait excéder celui prédit par le beta mesuré laissant penser, erronément, à la présence d'une prime exceptionnelle ou d'un **alpha**.

Explication 3 : Impopularité des mauvais élèves et effets de demande

La popularité d'une entreprise peut être un indicateur de demande pour ses titres et donc un déterminant du prix de son action et de son coût des capitaux propres. Le CAPM est une théorie basée sur des considérations purement financières qui conclut que le risque systémique représenté par le beta de l'entreprise est le seul déterminant du rendement. Au-delà du facteur risque, la demande pour un titre pourrait cependant aussi être influencée par les préférences intrinsèques des investisseurs en faveur ou défaveur de certaines entreprises. Si ces préférences sont trop largement partagées pour que leurs conséquences soient arbitragées par les investisseurs indifférents, elles seraient de nature à affecter le rendement sur le titre et donc le coût des capitaux propres. Ibbotson, et al. (2018) rapportent en effet

que les entreprises avec des désavantages concurrentiels en termes de durabilité sont moins populaires que ce qui serait justifié sur base de leur beta et qu'elles tendent à surperformer les entreprises avec ce type d'avantages. En d'autres mots, le rendement sur ces titres doit être supérieur à la norme pour convaincre suffisamment d'investisseurs de les inclure dans leur portefeuille. Inversement, le rendement sur les titres des bons élèves serait anormalement faible parce qu'ils sont désirables pour une majorité d'investisseurs pour des raisons autres que leurs caractéristiques purement financières.

4.2 COUT DE LA DETTE

Que peut-on dire du financement par la dette ? Les entreprises catégorisées comme mauvais élèves et visées par des mouvements d'exclusion actionnarial peuvent aussi se tourner vers le financement par la dette⁵.

Cependant, le financement par la dette montrerait la même caractéristique que le financement en action : le coût du capital et ainsi le rendement sont plus élevés pour les entreprises dites non-responsables. Une analyse de Bauer & Hann (2010) sur la gestion environnementale des entreprises et ses implications pour les investisseurs obligataires suggère que les emprunteurs se livrant à des activités risquées sur le plan environnemental se voient attribuer un premium sur leur coût de la dette et des cotes de crédit plus faibles. Une dynamique similaire est observable sur le

⁴ Ici nous faisons référence à ce qui est connu comme la problématique du peso. La rareté des événements correspondants fait qu'ils sont sous- ou non-observés dans l'échantillon d'observation.

⁵ Le financement par la dette est même largement dominant dans le cas des entreprises du secteur des énergies fossiles (Danthine & Hugard, 2022 - à paraître)

marché du crédit bancaire. Les créanciers appliqueraient également un taux d'intérêt plus élevé sur les prêts accordés aux entreprises ayant une performance environnementale basse que sur ceux accordés aux entreprises générant des revenus importants de produits ou services bénéfiques à l'environnement (Chava, 2014; Delis, et al., 2021). Un premium carbone relatif aux **émissions scope 1** semble également avoir émergé depuis les Accords de Paris en 2015 (Ehlers, et al., 2021). Il s'élèverait en moyenne à 3-4bps et monterait jusqu'à 7bps pour les entreprises les plus émettrices.

Les différences intrinsèques [...] représentent un handicap pour l'investisseur espérant pouvoir « do well by doing good ».

Ces observations pourraient découler d'une appréciation du risque, notamment lié à l'évolution sociétale et à la

réglementation, ou d'une compensation pour le stigma attaché à une entreprise au comportement peu apprécié par le marché.

En conclusion, le coût du capital et donc le rendement apparaissent comme plus élevés pour les entreprises ayant de mauvaises pratiques, notamment environnementales. Cette différence intrinsèque entre bons et mauvais élèves implique un coût opérationnel additionnel non négligeable pour les entreprises concernées. Reste ouverte la question de savoir si l'exclusion, via un rationnement du capital sur les marchés primaires ou via un renforcement d'un mouvement de stigmatisation, pourrait accentuer ces coûts opérationnels. De son côté l'investisseur se doit de prendre en compte les différences intrinsèques ainsi mises en évidence dans son allocation d'actifs. Notons aussi qu'elles représentent a priori un handicap pour l'investisseur espérant pouvoir « do well by doing good ».

5 IMPACTS DE L'EXCLUSION SUR L'ENTREPRISE CIBLE

Il existe peu de preuves qui lient exclusion et changements dans les pratiques ESG (Kölbel, et al., 2020). Cependant, nous pouvons identifier trois canaux par lesquels un changement dans les allocations de portefeuille est susceptible de conduire à des changements dans les conditions opérationnelles d'une entreprise ciblée et potentiellement dans sa stratégie en matière ESG. Tout d'abord, si un mouvement d'exclusion est suffisamment suivi, les ordres de vente correspondants peuvent avoir un impact sur le prix de l'action de l'entreprise. Cet effet direct affecte le rendement instantané sur l'action, ce qui peut avoir des conséquences sur les incitations des managers. Deuxièmement et plus

indirectement, un processus d'exclusion peut enclencher ou renforcer un mouvement de stigmatisation qui influencera non seulement les autres investisseurs mais l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise. Ce deuxième canal est indirect, étant strictement de nature informationnel. Troisièmement, les conditions de financement de l'entreprise, notamment l'accès au financement externe, peuvent être directement impactées. Ceci ne peut cependant être le cas que si l'exclusion concerne les marchés primaires ou obligataires.

Intuitivement, plusieurs conditions semblent nécessaires pour que l'exclusion ait un impact réel notamment à travers les canaux du marché secondaire, à savoir à travers le choc sur le prix des actifs et la stigmatisation :

Condition 1 : L'annonce d'exclusion doit être publique

Pour qu'une stratégie d'exclusion génère des changements, il est nécessaire qu'elle soit annoncée publiquement. Cette information, et idéalement les raisons derrière la décision d'exclusion, doit être publique pour avoir un impact sur le prix de l'action, renforcer significativement un

mouvement de stigmatisation ou encore potentiellement augmenter le coût du capital.

Condition 2 : Le montant désinvesti doit être suffisamment important

L'effet de l'exclusion sur le prix des actifs et sur le mouvement de stigmatisation augmente avec le capital appliquant la même stratégie (Heinkel, et al., 2001; Fama & French, 2007). Si un certain nombre d'investisseurs appliquant une stratégie d'exclusion similaire est atteint, de telle sorte que le changement dans le coût du capital de l'entreprise soit supérieur au coût de la réforme, alors l'entreprise exclue

Figure 2 : Canaux d'impact de l'exclusion, implications et réponses observées de l'entreprise ciblée

	Canaux	Conditions nécessaires	Implications	Réponses potentielles	Déterminants de la réponse
Marché secondaire	1. Choc sur le prix des titres	<ul style="list-style-type: none"> Montant désinvesti important 	Création d'incitations managériales	<ul style="list-style-type: none"> Absence de réponse Mise en place de meilleures pratiques ESG 	<ul style="list-style-type: none"> Coût de réforme Type d'exclusion Rémunération et horizon du management
	2. Renforcement du mouvement de stigmatisation	<ul style="list-style-type: none"> Annonce publique 	Réputation et influence endommagées	<ul style="list-style-type: none"> Greenwashing Modifications des valeurs sociales Stigma dilution 	<ul style="list-style-type: none"> Préférences des parties prenantes Agenda stratégique et politique Coût de réforme
Marché primaire	3. Rationnement du capital	Accès limité au financement externe		<ul style="list-style-type: none"> Financement en interne Financement par des investisseurs neutres Abandon du projet à financer 	<ul style="list-style-type: none"> Préférences d'autres investisseurs Âge et taille de l'entreprise ciblée Environnement d'exploitation

Remarques : La colonne Canaux définit les trois canaux par lesquels un changement dans les allocations de portefeuille est susceptible de conduire à des changements dans les conditions opérationnelles d'une entreprise ciblée. La deuxième colonne rappelle les conditions nécessaires pour que l'exclusion ait un impact réel à travers ces canaux. Les trois colonnes suivantes représentent respectivement les implications des trois canaux pour l'entreprise cible, les réponses qu'elles peuvent générer et les facteurs déterminant les réponses de l'entreprise cible. Un rationnement du capital (canal 3) prolongé pourrait également générer des réponses similaires aux canaux 1 et 2, à long terme.

serait incitée à améliorer ses pratiques. Dans leur modèle, Heinkel, et al. (2001) établissent même, sous certaines hypothèses, qu'il faut qu'au moins 20% des investisseurs appliquent l'exclusion pour que l'entreprise cible implémente une réforme avec un coût équivalent à 5% des *cash flows* annuels. Cela requiert, dans la plupart des cas, que l'investisseur implémentant cette stratégie fasse partie d'une large coalition.

En tenant compte de ces conditions, nous analysons quelles sont les implications des trois canaux susmentionnés, les réponses qu'elles peuvent générer chez l'entreprise ciblée et les facteurs déterminant ces réponses (Figure 2).

5.1 CHOC SUR LE PRIX DES TITRES ET INCITATIONS MANAGERIALES

L'annonce de l'exclusion d'une entreprise par un investisseur institutionnel envoie un signal négatif au marché, pouvant résulter en une diminution de la valeur boursière de l'entreprise à court terme (Atta-Darkua, 2020; Dordi & Weber, 2019). Ces déviations pourraient à leur tour créer des incitations chez les entreprises ne remplissant pas les critères d'inclusion. En effet, une étude de Edmans, et al. (2012) suggère que les managers seraient bien plus sensibles aux variations non-fondamentales du cours de l'action, telles que celles induites par les préférences des investisseurs en matière de durabilité ⁶. Par conséquent, des incitations managériales appropriées, qu'elles soient monétaires ou non, pourraient pousser les entreprises à

adopter de meilleures pratiques ESG. Les réponses possibles sont cependant multiples et les résultats très incertains, voire nuls si les coûts du changement sont substantiels.

5.1.1 Déterminants de l'efficacité des incitations managériales

L'efficacité de ce mécanisme à modifier les pratiques de l'entreprise va dépendre de différents déterminants : i) le coût de réforme, ii) le type d'exclusion implémentée et iii) le plan de rémunération et l'horizon du management.

5.1.1.1 Coûts de réforme

D'un point de vue de la direction, l'exclusion est plus à même d'amener les entreprises à améliorer leurs pratiques ESG si les coûts de mise en œuvre des réformes nécessaires pour se conformer aux exigences des investisseurs sont plus faibles que les gains potentiels en résultant ou que les coûts d'un scénario *business-as-usual* (Kölbel, et al., 2020) On peut penser que les réformes environnementales et sociales sont généralement plus coûteuses que les réformes de gouvernance. Des premières mesures environnementales comparativement économiquement intéressantes existent tout de même et peuvent avoir un impact notable. Le développement d'une stratégie environnementale, l'établissement et le suivi d'objectifs environnementaux ou encore la désignation d'un responsable des questions environnementales peuvent augmenter les investissements d'une entreprise vers des technologies moins

⁶ L'étude se concentre sur l'impact des variations non-fondamentales du prix de l'action sur la probabilité de

rachat ; chose que les dirigeants s'efforcent vraisemblablement d'éviter quand il est hostile.

polluantes et plus efficaces sur le plan énergétique (De Haas, et al., 2021). D'après un rapport du World Economic Forum (2020), la plupart des entreprises – même dans les secteurs à forte intensité carbone – peuvent aussi réaliser des gains d'efficacité énergétique et de processus de l'ordre de 20 % à un coût faible ou nul.

Ce qui pourrait influencer le comportement des managers est sans doute la menace d'application future d'une stratégie d'exclusion par une forte coalition d'investisseurs [...].

5.1.1.2 Exclusion *best-in-class* vs. exclusion sectorielle

La stratégie d'exclusion implémentée va également déterminer l'impact d'une diminution du cours de l'action sur les incitations managériales. En effet, une exclusion pure et simple de tout un secteur n'aura que peu ou pas d'effet sur les incitations managériales. Les bonnes pratiques de rémunération lient les bonus à la performance relative de l'action, typiquement vue en comparaison avec les entreprises du même secteur, et non à la performance absolue ; ceci afin de neutraliser les effets du marché global qui ne justifient pas des rémunérations particulières. En ce sens, une approche **best-in-class** tendant à privilégier certaines entreprises au détriment d'autres du même secteur a un potentiel d'efficacité plus considérable⁷.

5.1.1.3 Plan de rémunération et horizon du management

Les incitations managériales découlant des campagnes de désinvestissement peuvent être à double tranchant dépendamment de la structure des plans de rémunérations et de l'horizon du management. Les dirigeants récompensés pour des prix élevés à court terme seront plus réceptifs aux demandes des investisseurs menaçant d'exclusion. Au contraire, ceux récompensés pour des rendements élevés auront, paradoxalement, des incitations inverses car les entreprises soumises à l'exclusion ont généralement des rendements plus élevés (Section 4). De la même manière, dans le cadre de plan d'attribution d'actions à valeur fixe, plus la valeur de l'action diminuera, plus le nombre d'actions susceptibles d'être octroyé au management sera élevé. Les dirigeants seront donc récompensés pour ce que les investisseurs responsables considèrent comme étant de mauvaises pratiques. En parallèle, les dirigeants ayant des intérêts de court terme *i.e.* vendant leurs actions régulièrement seront plus affectés par l'effet de l'exclusion sur les prix. Il est donc dans l'intérêt financier du management d'atténuer les externalités et considérer les demandes des campagnes de désinvestissement qu'à partir du moment où il souhaite vendre ses actions (Davies & Van Wesep, 2018).

Finalement nous pouvons ajouter qu'en matière financière, « *bygones are*

⁷ L'exclusion *best-in-class* plutôt que sectorielle semble être également plus prometteuse d'un point de vue de l'investisseur. Fahlenbrach & Jondeau (2021) ont étudié plusieurs pistes pour réduire l'empreinte carbone du portefeuille d'actions américaines de la BNS, sans pour autant altérer ses performances financières. Ils concluent

qu'exclure les entreprises ayant les plus hautes intensités carbone et réinvestir dans les entreprises ayant les plus faibles intensités dans le même secteur réduirait les total des émissions de carbone financées de 22%, cela sans impact sur la performance financière du portefeuille de la BNS.

bygones». Ce qui pourrait influencer le comportement des managers est sans doute la menace d'application future d'une stratégie d'exclusion par une forte coalition d'investisseurs plus que l'observation d'un mouvement de cours résultant de ventes passées sur lequel les managers n'ont plus prise, ou la perspective très aléatoire d'une réévaluation du cours du titre en cas de changement de politique environnementale⁸.

5.2 STIGMATISATION

L'effet de l'exclusion sur les prix des actions n'est pas le seul canal par lequel l'entreprise et ses opérations peuvent être impactées. En effet, l'exclusion, quand elle est déclarée publiquement, peut renforcer un mouvement de stigmatisation ce qui aura un impact à plusieurs niveaux et générera différents types de réponses de la part de l'entreprise. Notons déjà que les effets mentionnés ci-dessous sont le résultat de la stigmatisation liée aux caractéristiques intrinsèques des mauvais élèves. L'exclusion ne fait que souligner et rendre éventuellement plus visible ce stigma. L'efficacité de ce canal indirect, purement informationnel, est loin d'être assurée d'autant qu'une variété de stratégies d'évitement sont à disposition des entreprises-cibles.

5.2.1 Les impacts de la stigmatisation

La stigmatisation peut affecter les conditions d'opération à différents niveaux, notamment en endommageant la réputation de l'entreprise aux yeux des

parties prenantes et en affaiblissant son influence politique.

5.2.1.1 Réputation et relations avec les parties prenantes

Les entreprises fortement critiquées dans les médias souffrent d'une mauvaise image qui fait souvent fuir fournisseurs, sous-traitants, clients et employés. Cette préférence pour les entreprises socialement responsables peut, entre autres, se refléter dans les salaires. Les entreprises avec une très bonne réputation environnementale semblent jouir d'un avantage en termes de coût salarial, de l'ordre de -10% d'après Krueger, et al. (2020b). Les travailleurs avec des préférences pour un employeur socialement responsable demandent donc une compensation supplémentaire pour travailler dans une entreprise socialement répréhensible (Nyborg & Zhang, 2013); un facteur important à prendre en compte pour les entreprises souhaitant attirer et retenir les talents et ainsi rester compétitives.

5.2.1.2 Influence politique

Certaines entreprises utilisent parfois leur pouvoir de lobbying pour bénéficier de conditions favorables, notamment de subventions indirectes, et pour retarder la mise en œuvre de réglementations contraignantes. Entre 2010 et 2018, les cinq plus grandes entreprises pétrolières et gazières ainsi que les groupes de pression de cette industrie ont dépensé EUR 251.3m en activités de lobbying européen (Tansey, et al., 2019). Un mouvement de

⁸ Les stratégies d'engagement typiquement caractérisées par ce processus d'escalade seront étudiées dans le cadre d'une étude complémentaire.

stigmatisation réussie pourrait résulter en une perte d'influence sur le monde politique de l'entreprise et de l'industrie dans laquelle elle évolue (Braungardt, et al., 2019).

5.2.2 Réponses face à la stigmatisation

Une campagne d'exclusion réussie – affectant l'image de l'entreprise cible et ses relations avec les parties prenantes et le monde politique – pourrait par conséquent amener des investisseurs en actions et obligations neutres à considérer à la baisse les futurs *cash flows* nets de l'entreprise exclue et créer ainsi un impact de long terme sur la valeur de l'entreprise et une incitation pour le management à réagir face à la stigmatisation (Ansar, et al., 2013). Toutefois l'efficacité du mécanisme de stigmatisation reste incertaine et cela en raison des réponses qui peuvent être ancrées dans la culture de l'industrie cible. Plusieurs types de réponses peuvent être employés : les entreprises peuvent admettre leur tort et s'engager à prendre des mesures correctives (*conform*), n'avoir aucune réaction face à la stigmatisation (*avoid*), ou répondre de manière contre-productive en essayant de modifier les valeurs sociales (*alter*) ou de façonner les perceptions du public (*shape*)⁹ (O'Donovan, 2002). À titre d'exemple, l'industrie des énergies fossiles semble davantage utiliser les techniques de *alter* et *shape* (Verdure, 2019). Les entreprises associées à des industries stigmatisées peuvent également détourner l'attention du public et diluer le stigma en se diversifiant. Ce mécanisme nommé *stigma dilution* a notamment été utilisé par des entreprises

productrices de tabac en diversifiant leurs activités dans l'agroalimentaire et diminuant ainsi leur niveau de désapprobation aux yeux du public (Vergne, 2012).

La ou les réponses choisies par l'entreprise va dépendre de différents déterminants. Comme pour le canal 1, le premier concerne le coût de réforme : l'entreprise cédera aux demandes du mouvement qui impliqueront des coûts relativement faibles (Section 5.1.1.1). Le second dépend des préférences des parties prenantes. Si celles-ci préfèrent collaborer avec des fournisseurs ou employeurs plus soucieux de leur durabilité, la cible du mouvement aurait davantage d'incitations à mettre en place de nouvelles ou meilleures pratiques pour conserver ses clients ou employés. Finalement, la réponse de l'entreprise dépendra aussi de son agenda stratégique et politique et de sa capacité à pivoter pour satisfaire les demandes des investisseurs.

Bien que la stigmatisation dénormalise les industries cibles pour les parties prenantes et peut diminuer leur pouvoir d'influence politique, l'impact de l'investisseur reste très incertain, compte tenu des réponses des acteurs concernés relevées par la littérature et de leurs caractéristiques propres.

5.3 IMPACT DIRECT SUR LE FINANCEMENT : EFFET DE RATIONNEMENT

L'analyse de ce dernier canal doit tenir compte des observations faites en Section

⁹ Modifier les valeurs du public se fait en entrant dans le débat dans un but d'éducation, alors que façonner la perception du public sur l'entreprise se fait en réitérant et

en publiant ses performances passées, bonnes ou éthiques, autrement dit par *greenwashing* (O'Donovan, 2002).

4 concluant que les caractéristiques intrinsèques des mauvais élèves font qu'ils sont exposés à un coût du capital plus élevé que les bons élèves. Qu'est-ce qu'une stratégie d'exclusion partagée par un nombre d'investisseurs suffisant peut ajouter à cette réalité au-delà de l'effet d'impact sur le prix mentionné sous la Section 5.1?

L'observation la plus sûre est que si l'exclusion s'applique sur les marchés primaires, elle peut conduire à un phénomène de rationnement et à l'éventuelle impossibilité pour l'entreprise de procéder aux investissements répréhensibles envisagés. Cet effet de rationnement va naturellement pousser les entreprises cibles vers d'autres sources de financement *i.e.* vers des créanciers neutres ou vers un financement en interne, ou au renoncement de l'investissement envisagé. À plus long terme, il pourrait également inciter l'implémentation de nouvelles pratiques afin de répondre au mouvement de stigmatisation et de limiter les conséquences financières et opérationnelles négatives. Quelles réponses sont les plus susceptibles d'être choisies ? Cela va dépendre de plusieurs facteurs, à savoir : les préférences des créanciers, les caractéristiques propres de l'entreprise et l'environnement d'exploitation.

5.3.1 Préférence des autres créanciers

Dans un premier temps, les entreprises évincées par les investisseurs obligataires et en actions sont susceptibles de se tourner vers les marchés privés, d'une part, ou vers les prêts bancaires ou des créanciers alternatifs ne partageant pas les mêmes préférences en termes de durabilité, d'autre part. Ce potentiel de contournement implique donc un transfert des mauvais risques des entreprises exclues vers ces autres créanciers, qui

pourraient être enclins à refuser cet héritage s'il devient trop important. La pression des mouvements d'exclusion semble d'ores et déjà s'étendre aux banques commerciales, appliquant notamment des tarifs préférentiels pour les entreprises responsables (Chava, 2014) et diminuant ainsi ce potentiel de contournement dans une certaine mesure.

5.3.2 Caractéristiques de l'entreprise cible

Les caractéristiques de l'entreprise vont déterminer de manière importante comment le rationnement influencera ses pratiques. Les entreprises plus jeunes, plus petites et essentiellement actives sur un marché local sont par exemple plus impactées par des contraintes de financement externe (Beck, et al., 2006). Les grandes multinationales ne dépendent généralement pas de ce type de capital car elles ont accès à un plus grand pool d'investisseurs potentiels et disposent plus souvent des *cash flows* suffisants pour couvrir leurs investissements.

5.3.3 Environnement d'exploitation

Ainsi l'arrêt du financement par la dette par certaines banques ne limiterait guère les projets des entreprises ciblées ; ceci, hormis dans des environnements d'exploitation contraignants. Dans un environnement avec une profondeur financière faible et donc une infrastructure de marché moins mature, les emprunteurs seront particulièrement touchés par la diminution du groupe déjà restreint d'investisseurs potentiels. Dans des environnements politiques ou techniques difficiles, *e.g.* développement d'une plateforme pétrolière offshore, les entreprises seront également moins en mesure d'entreprendre des projets d'investissement de grande envergure (Ansar, et al., 2013).

L'efficacité de l'exclusion à améliorer les pratiques ESG d'un point de vue du changement des conditions de financement serait ainsi variable¹⁰. Les entreprises jeunes, petites, locales ou actives dans des environnements politiques, économiques ou techniques difficiles seront plus impactées par les contraintes financières sur le marché primaire et donc plus susceptibles d'adopter de meilleures pratiques. En revanche, pour les *large cap* et anciennes multinationales, se finançant en interne ou ayant accès à un pool d'investisseurs plus large, la pression financière sera beaucoup moins importante. Finalement, nous pourrions nous demander si, même lorsqu'elle implique un rationnement du capital, l'exclusion est vraiment désirable

e.g. dans l'optique d'une transition énergétique. Une étude de De Haas, et al. (2021) relève en effet que les contraintes financières telles que les refus d'accord de prêt semblent entraver les investissements dans les technologies à bas carbone par les entreprises affectées. En d'autres mots, l'exclusion affecte en premier lieu la capacité des entreprises concernées de financer leur transition vers une économie décarbonée. Ceci ne serait pas sans conséquences d'un point de vue environnemental : la diminution des émissions de gaz et d'autres polluants atmosphériques apparaît comme sensiblement plus lente pour les entreprises industrielles soumises à ces contraintes financières.

6 IMPACT DE L'EXCLUSION SUR LE PORTEFEUILLE DE L'INVESTISSEUR

Examinons maintenant comment les stratégies d'exclusion peuvent impacter la performance et le risque des portefeuilles concernés. Les défenseurs de l'exclusion soutiennent que cette stratégie prend en compte les risques de long terme liés aux mauvaises pratiques ESG qui ne seraient pas intégrés de manière appropriée dans les prix de marché actuels ; en conséquence les rendements de long terme ajustés au risque seraient au moins aussi élevés. Cependant, l'exclusion

restreint l'univers d'investissement et implique des contraintes de portefeuille supplémentaires, ce qui en théorie ne peut que détériorer la performance du portefeuille. Par conséquent, le défi des investisseurs est de savoir comment intégrer l'exclusion dans leur portefeuille tout en minimisant les coûts potentiels aussi bien financiers que extra-financiers associés à ces nouvelles contraintes.

¹⁰ L'exclusion sur le marché secondaire pourrait affecter les conditions de financement via un premium sur le coût du capital. Avec son Sustainable Capital Asset Pricing Model, Zerbib (2020) définit un *exclusion effect* sur des critères ESG, résultant de la diminution de la base d'investisseurs pour les titres exclus. Celui-ci repose sur les concepts de *super risk premium* et de *local segmentation premium* associés à l'accès restreint de certains types d'actifs sur les marchés des capitaux. L'étude menée sur la période

2007-2019 avec un marché d'exclusion comportant les industries de l'alcool, du tabac et des jeux, évalue l'*exclusion effect* à +1.43% per annum – une valeur du même ordre de grandeur que la surperformance observée dans l'étude de Hong & Kacperczyk (2009). Par cette étude, il est néanmoins difficile de conclure que l'exclusion génère un premium additionnel à celui associé aux caractéristiques intrinsèques des sin stocks mentionnées en Section 4.

La littérature empirique montre des résultats nuancés quant à la performance financière des portefeuilles comportant des exclusions ESG. Certains sous-performent, d'autres surperforment, d'autres encore ne présentent aucun impact significatif sur le rendement (Widyawati, 2020). Partant de cette observation, nous discutons tout d'abord l'impact de l'annonce d'exclusion sur le prix des actifs à court terme, puis de l'engouement pour l'ESG et les performances historiques observées. Nous examinons enfin si une éventuelle sur-performance des portefeuilles ESG est plausible à l'**état stationnaire**.

6.1 À COURT TERME : IMPACT SUR LE PRIX DU TITRE

L'annonce d'exclusion d'une entreprise par un investisseur institutionnel envoie un signal négatif au marché, résultant en une diminution de la valeur de l'entreprise à court terme. Les entreprises exclues par le Fond de pension gouvernemental-Étranger norvégien ont à titre d'exemple perdu en moyenne 1.72% de leur capitalisation boursière dans les cinq premiers jours après l'annonce d'exclusion (Atta-Darkua, 2020). Des impacts de court terme un peu plus longs ont également été observés suite à des événements d'exclusion. Ils sont davantage répandus pour des événements plus récents, ce qui suggère une évolution de la perception des investisseurs à mesure que les annonces d'exclusion gagnent en légitimité (Dordi & Weber, 2019).

6.2 ENGOUEMENT ENVERS LES PORTEFEUILLES ESG ET EFFET DE MOMENTUM

La généralisation des pratiques d'exclusion sur critère ESG peut renforcer ses effets directs et créer un effet de momentum. Les pratiques ESG ont en effet pris de plus en plus d'importance dans les portefeuilles d'investisseurs au cours de ces dernières années. En 2019, les approches d'exclusion étaient appliquées à 65% des investissements durables suisses (Swiss Sustainable Finance, 2020), contre 53% en 2018 (Swiss Sustainable Finance, 2019)¹¹. Les observations récentes montrent qu'en termes de performance, les *equity* et *bond funds* durables ont surpassé leurs comparables traditionnels en 2019 et ont continué sur la même lancée au cours du premier semestre 2020, résistant mieux que les fonds traditionnels au choc de la pandémie Covid-19 (Morgan Stanley, 2020). En parallèle, certaines études suggèrent que des stratégies achetant des actions à haute performance ESG et vendant celles à basse performance ESG ont généré des rendements anormaux positifs substantiels (Kempf & Osthoff, 2007; Gompers, et al., 2003). A quoi peut-on attribuer cette surperformance ou « non sous-performance » des stratégies de filtrage observées ?

6.2.1 Expositions spécifiques des portefeuilles ESG

Les différentes expositions des portefeuilles et fonds ESG pourraient justifier une surperformance. D'après

¹¹ En 2020, l'exclusion est appliquée à 64% des portefeuilles responsables suisses mais occupe désormais la troisième place au classement des stratégies durables les plus

utilisées par les investisseurs suisses, dépassée par les approches d'engagement (Swiss Sustainable Finance, 2021).

Alessandrini & Jondeau (2020), les stratégies d'exclusion peuvent impliquer des expositions régionales, sectorielles et de facteurs de risque tout en augmentant les scores ESG et conduisant au moins temporairement à un surplus de performance. L'étude montre que sur la période 2007-2017 les portefeuilles comportant des exclusions ESG étaient particulièrement exposés au secteur des technologies et aux entreprises européennes et sous-pondéraient les secteurs financier et énergétique ainsi que les entreprises américaines et de pays émergents.

6.2.1.1 Technologie vs. énergie

La performance supérieure du secteur technologique et la moindre performance du secteur énergétique au cours de ces dernières années pourraient ainsi expliquer les résultats mentionnés plus haut. Demers, et al. (2021) notent même que la résilience du cours de l'action de ces secteurs début 2020 s'explique plutôt par un haut niveau d'investissements en actifs intangibles, typique des entreprises technologiques, que par la performance ESG.

6.2.1.2 Concentration

Les fonds ESG auraient aussi une concentration plus importante. Dans une analyse étudiant la performance de fonds ESG, Winegarden (2019) montrent que ceux-ci ont une exposition plus élevée à leurs dix premières positions comparées à l'index global ; cela à hauteur de 36.7% et 28.8% du portefeuille respectivement. Cette proportion monte à 48.7% pour les fonds ESG spécialisés dans les technologies propres.

Ces paris sectoriels ou encore d'entreprises pourraient donc expliquer la surperformance observée. Alessandrini & Jondeau (2021) suggèrent cependant que

cette explication pourrait être insuffisante. Leur étude montre que sur la période 2007-2018, il était possible de maximiser le score ESG du portefeuille tout en limitant la concentration et les expositions sectorielles, régionales, et de facteurs de risques et de générer une performance ajustée au risque au moins aussi élevée que l'indice de référence, et cela pour un large éventail de critères ESG et de régions. Les biais exposés ne semblent donc pas tout à fait justifier la surperformance observée pour les fonds pratiquant l'exclusion sur base de critères ESG.

6.2.2 Prix et momentum

Comment pourrions-nous donc expliquer de plus hauts rendements anormaux pour les bons élèves que les mauvais alors qu'en théorie l'inverse serait attendue (Section 4) ?

L'impact des exclusions sur les prix et l'effet de momentum que l'adoption de ces stratégies peuvent créer semblent constituer les pièces manquantes de ce puzzle. Les préférences des investisseurs pour les actifs avec de meilleurs profils de durabilité et à l'opposé les exclusions de mauvais élèves qui en ont souvent été la contrepartie dans le passé récent se traduisent par des évolutions différenciées dans la demande pour les titres et des impacts opposés sur le prix des actifs. Ainsi Gibson Brandon, et al. (2020) évaluent que, à la suite d'un choc de +10% sur leur demande, les titres dont le score environnemental est supérieur d'un écart-type verraient leur prix augmenter d'environ 2.2% annuellement. Compte tenu de leurs préférences, les investisseurs ont accordé une attention accrue aux stratégies ESG ces dernières années, ce qui pourrait à son tour impliquer une surestimation des rendements espérés pour ces stratégies sur la période observée. En se basant sur cette hypothèse, Bruno, et al. (2021) démontrent que lors de périodes à faible attention, l'alpha des stratégies ESG est jusqu'à quatre fois plus faible que lors de

périodes à haute attention, telle que celle dans laquelle nous sommes actuellement¹².

6.3 À L'ÉTAT STATIONNAIRE : CE A QUOI S'ATTENDRE

Ainsi, l'effervescence générée par les investisseurs autour des titres durables et leurs performances actuelles pourraient être un effet transitoire et s'estomper à mesure que des marchés financiers efficients retournent vers un état stationnaire. Nous discutons ici de la performance observée et attendue en ce sens ainsi que le processus de transition vers l'état stationnaire.

6.3.1 Performance observée pour les titres ciblés par l'exclusion

Comme discuté dans la Box 1, les entreprises avec de très bons scores ESG présentent un coût du capital moins important que celle avec des scores ESG faibles. Ceci implique mécaniquement que les rendements des entreprises à score ESG faible dépasseront ceux des entreprises à score ESG plus élevé à l'état stationnaire. Nous pouvons observer ce phénomène dans le cas des *sin stocks* et des titres de grands émetteurs de CO₂, ainsi que la situation opposée dans le cas des **green bonds**.

6.3.1.1 *Sin stocks*

En pratique, les *sin stocks*, candidats typiques à l'exclusion, montrent des performances historiques avec des rendements anormaux positifs – entre +25

et +30bps par mois comparés à des entreprises similaires même avec un ajustement aux facteurs de risque (Hong & Kacperczyk, 2009). Ces rendements anormaux positifs peuvent être interprétés comme une prime d'exclusion ou comme une récompense pour les investisseurs prêts à prendre un risque de réputation.

6.3.1.2 *Grands émetteurs de CO₂*

Les investisseurs demandent également une compensation pour les risques associés aux mauvaises pratiques environnementales : les entreprises à fortes émissions de CO₂ présentent des rendements plus élevés même en contrôlant pour des déterminants du rendement tels que la taille ou le ratio cours/valeur comptable (Bolton & Kacperczyk, 2021b; Chava, 2014). Il semble même que ce premium carbone soit en augmentation depuis les Accords de Paris de 2015, soit présent en Asie, en Europe et en Amérique du Nord et concerne à la fois les émissions directes et indirectes. Plus précisément, une variation d'un écart-type des émissions Scope 1 et **Scope 3** générerait un premium annuel de respectivement 2.5% et 4.1% (Bolton & Kacperczyk, 2021b).

6.3.1.3 *Green bonds*

Du côté du marché obligataire, les observations sont similaires : les green bonds sont moins rentables. Dans leur revue de littérature se concentrant sur les premia de green bonds (*greenium*), MacAskill, et al. (2020) rapportent que pour le marché secondaire la plupart des études

¹² Les périodes de haute attention sont ici définies comme des périodes caractérisées par des haut flux de capitaux vers les fonds durables.

suggèrent un *greenium* moyen entre -1 et -9bps. 14% des analyses identifiées indiquent tout de même un *greenium* positif.

En somme, l'engouement actuel pour l'ESG et cette période de transition semblent créer un effet de momentum en faveur des bons élèves. Malgré cela, il est douteux qu'il persiste à l'état stationnaire, compte tenu des observations faites pour les titres des *sin companies* et de grands émetteurs ainsi que pour les green bonds.

6.3.2 Processus de transition vers l'état stationnaire

Mais comment la transition vers l'état stationnaire devrait-elle se dérouler ? Bruno, et al. (2021) décrivent le principe théorique de changements d'attention des actionnaires (*attention shifts*) et ses conséquences pour les stratégies ESG. Pendant une période de grande attention, comme celle d'aujourd'hui, la demande, les prix et les rendements des actions durables augmentent, créant un effet momentum. En revanche, une fois la période de haute attention terminée, il faudrait s'attendre à un rendement ESG plus faible que le rendement moyen de long terme. L'augmentation des prix précédemment observée devrait conduire à une baisse des rendements espérés. Afin d'illustrer ce phénomène, Bolton & Kacperczyk (2021b) prennent l'exemple pratique de l'industrie du tabac et expliquent comment une dynamique similaire s'opère dans l'industrie énergétique aujourd'hui. Dans les années 60, la publication de rapports décrivant les effets néfastes de la cigarette sur la santé s'est suivie d'un ajustement de l'évaluation du secteur vers des multiples beaucoup plus bas. Après cette réévaluation et encore aujourd'hui, les entreprises du secteur du tabac enregistrent des

rendements élevés. Il semble que l'histoire se répète en ce sens dans le secteur de l'énergie : la demande pour des actifs à basses émissions augmente comparée ceux à fortes émissions et les entreprises vertes sont évaluées à des multiples plus élevés que les entreprises polluantes (Bolton & Kacperczyk, 2021b). D'après les deux auteurs, il faudrait même s'attendre à plusieurs vagues de réévaluations dans le secteur énergétique, étant donné les attitudes plus dynamiques des investisseurs vis-à-vis des émissions de CO₂.

Lorsqu'un nouvel équilibre sera atteint, les investisseurs doivent s'attendre à ce que les entreprises responsables offrent un rendement moins important pour les raisons étudiées ci-dessus : un coût du capital plus faible – donc favorable aux entreprises – et nécessairement en contrepartie un ROE plus faible – défavorable à l'investisseur.

La leçon de ces raisonnements et observations est qu'il est sans doute présomptueux de faire l'hypothèse que s'engager en faveur de la transition vers une économie durable à travers des stratégies d'exclusion pourra toujours se faire sans sacrifices de rendement. Cette réalité devrait être communiquée aux investisseurs finaux, *e.g.* les retraités, et ceux qui gèrent les fonds en leurs noms. En ligne avec le comportement des salariés qui semblent être prêts à recevoir un salaire d'équilibre plus faible pour leurs préférences en termes de durabilité (Krueger, et al., 2020b; Nyborg & Zhang, 2013), il faut espérer que les investisseurs responsables seront prêts à assumer les conséquences financières de leurs convictions.

7 CONCLUSIONS

Quid des objectifs de l'exclusion ?

Retournons à notre problématique initiale : que peut faire l'investisseur soucieux d'impact lorsque confronté à un mauvais élève ? L'exclusion est une des stratégies envisageables qui aura à la fois un impact sur l'entreprise cible et sur le portefeuille de l'investisseur. Mais remplit-elle les deux objectifs énoncés en Section 3.2, à savoir altérer les pratiques de l'entreprise ciblée, d'une part, et améliorer la performance et diminuer les risques du portefeuille de l'investisseur, d'autre part ?

Objectif 1 : Altérer les pratiques

L'exclusion pourrait altérer les pratiques de l'entreprise via les incitations managériales, le renforcement d'un mouvement de stigmatisation et le rationnement de capital qu'elle implique.

Son efficacité, notamment à travers les incitations managériales et la stigmatisation, est 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 – le troisième canal – 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 de 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 seront 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 inefficace, et l'impact de l'exclusion réduit ou annihilé.

Objectif 2 : Améliorer la performance et diminuer le risque

Les mauvais élèves, tels que les *sin companies*, sont intrinsèquement différents des bons élèves : ils présentent un coût du capital et donc des rendements plus élevés. Ce premium pourrait être

expliqué par une contrepartie pour le risque pris par les investisseurs, y compris lorsque celui-ci est mal mesuré par les indicateurs traditionnels, mais aussi par leurs préférences intrinsèques non financières. Alors, comment expliquer que les portefeuilles ESG employant des stratégies d'exclusion ont eu ces dernières années une performance au moins aussi bonne que celles de portefeuilles traditionnels ? 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. La résolution du puzzle tient sans doute à des mouvements de prix et un effet de momentum en faveur des bons élèves qui sont temporaires par nature. Il est peu probable que ces observations persistent indéfiniment. Lorsqu'un nouvel équilibre sera atteint, *i.e.* lorsque l'effet de momentum sera épuisé, les actions sur les entreprises dites durables devraient être caractérisées par un rendement moins important, contrepartie inévitable d'un coût du capital plus faible. 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.

Points clés

Bien que l'exclusion puisse être une première étape vers une stratégie d'investissement ESG plus complète, nous arrivons à la conclusion qu'elle manque 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 avoir des conséquences perverses. Elles pourraient entraver les investissements dans des améliorations de processus ou dans des

technologies à bas carbone (De Haas, et al., 2021), créer un risque de vagues de désinvestissement des entreprises répréhensibles et donc perturber la stabilité financière (Jondeau, et al., 2021), ou encore aggraver la pauvreté dans certaines régions sans pour autant avoir un réel impact sur l'environnement (Ramachandran, 2021).

Proposons quelques messages pour conclure :

- 1 **La finance n'est pas toute puissante.** Il ne faut pas trop en attendre sous peine de déceptions massives. Si nous voulons qu'elle joue vraiment son rôle, il faut faire pression pour qu'elle agisse là où elle peut vraiment faire la différence. 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 se focaliser sur les marchés primaires et obligataires, là où les entreprises obtiennent le financement de leurs projets. L'exclusion sur les marchés secondaires devrait être réservée comme arme ultime et prospective venant comme sanction d'un engagement sans résultat et sans espoir de résultat.
- 3 **Une analyse ESG plus poussée et dynamique est indiquée** en préalable à une éventuelle décision d'exclusion. Plus particulièrement, il est nécessaire de 1) balancer davantage impact environnemental et impact social, en tenant bien compte de toutes les lettres de ESG ; et de 2) récompenser les bonnes attitudes dans une perspective dynamique et non statique, en se basant sur la stratégie de l'entreprise – *e.g.* pour une trajectoire de décarbonation conforme à une

économie zéro carbone –, et en montrant une volonté de réintégrer les entreprises initialement exclues lorsqu'elles font preuve d'améliorations notables.

- 4 Les stratégies d'exclusion sont souvent inefficaces et les perspectives d'impact sont bien meilleures pour les stratégies d'engagement actionnarial (Danthine & Hugard, 2022 - à paraître). Un portefeuille comportant des titres bruns mais dont les investisseurs propriétaires s'engagent pour altérer les stratégies des entreprises qu'ils possèdent est sans aucun doute bien plus favorable à l'environnement qu'un portefeuille dit vert qui exclut tous les mauvais élèves et s'en désintéresse. Il résulte de ceci que l'empreinte carbone est une mesure inappropriée et contre-indiquée de la qualité écologique d'un portefeuille. 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.

8 GLOSSAIRE

Actionnariat actif – Stratégie consistant en l'exercice de l'influence des investisseurs dans le but de promouvoir la réussite durable de l'entreprise notamment par le dialogue ou l'exercice du droit de vote.

Alpha – Mesure des rendements anormaux d'un titre ou portefeuille.

Best-in-class ou filtrage positif – Stratégie surpondérant les entreprises ayant une performance ESG supérieure à celle de pairs du même secteur ou de la même catégorie et sous-pondérant ou excluant celles ayant une performance inférieure.

Beta – Mesure de volatilité et de risque systémique d'un titre ou d'un portefeuille comparé au marché.

Bps – *Basis points* ou point de base. 1bps est équivalent à 0.01%

CERES – *Coalition for Environmentally Responsible Economies*. Il s'agit d'une organisation d'investisseurs et de groupes d'intérêts s'attaquant aux défis liés au développement durable et ayant pour but d'intégrer la durabilité dans les marchés des capitaux.

Coût de la dette – Taux d'intérêts payé par l'entreprise sur sa dette.

Coût des capitaux propres – Taux de rendement exigé par les investisseurs en actions, généralement calculé en utilisant le CAPM.

Coût du capital – Du point de vue d'un investisseur, rendement attendu par celui qui fournit le capital à une entreprise. Il est calculé comme la moyenne pondérée du coût de la dette et du coût des capitaux propres d'une entreprise.

Émissions scope 1 – Émissions de gaz à effet de serre (GES) directement liées aux ressources détenues et contrôlées par l'entreprise *i.e.* à la fabrication du produit ou à la mise en place du service offert par l'entreprise.

Émissions scope 2 – Émissions de GES indirectes liées à la production d'énergie nécessaire à la fabrication du produit ou à la mise en place du service offert par l'entreprise.

Émissions scope 3 – Émissions de GES indirectes – en dehors des émissions scope 2 – survenant dans le cycle de vie du produit en dehors de sa production directe, ce qui inclut les émissions en aval et en amont, *e.g.* générées durant le transport des matières premières par le fournisseur ou encore durant l'utilisation du produit par le consommateur.

État stationnaire – État d'équilibre et de stabilité du système.

Exclusion ou filtrage négatif – Stratégie de filtrage excluant de son portefeuille certains secteurs, entreprises ou titres en comparant la performance ESG relative à celles de pairs du secteur ou en s'appuyant sur des critères ESG spécifiques de manière absolue.

Green bonds – Obligations vertes ou titres à revenu fixe mobilisant des capitaux pour des projets servant des objectifs environnementaux tels que des projets liés aux énergies renouvelables, transports en commun ou technologies de l'eau.

Impact investing – Stratégie visant à résoudre des problématiques sociales ou environnementales en allouant le capital investi à des communautés qui sont généralement mal desservies.

Intégration ESG – Inclusion des risques et opportunités ESG dans l'analyse financière traditionnelle et les décisions d'investissement.

Marché primaire – Marché sur lequel les titres sont émis et vendus pour première fois au public. Les investisseurs contribuent au capital de l'entreprise à travers l'achat d'actions ou d'obligations.

Marché secondaire – Marché sur lequel les titres sont échangés entre investisseurs après émission.

Norm-based screening – Stratégie de filtrage par rapport à des standards minimaux de pratiques commerciales en se basant sur des normes internationales telles que les traités de l'ONU, les Accords de Kyoto, la Déclaration des Droits de l'Homme ou encore les directives de l'OCDE.

Notation ESG – Mesure de la performance d'une entreprise en matière environnementale, sociale et de gouvernance. De nombreux systèmes de notation existent et diffèrent par leur méthodologie, résultant parfois en d'importantes divergences pour une même entreprise.

Risque systémique – Risque touchant le marché dans son entièreté. Il est non-diversifiable et ne concerne pas uniquement une action spécifique.

Sin stock – Action d'entreprise cotée en bourse impliquée ou associée à une activité considérée comme immorale ou non-éthique. Les secteurs ciblés incluent ceux de l'alcool, du tabac ou encore des jeux.

9 BIBLIOGRAPHIE

Alessandrini, F. & Jondeau, E., 2020. ESG investing: From sin stocks to smart beta. *The Journal of Portfolio Management*, 46(3), pp. 75-94.

Alessandrini, F. & Jondeau, E., 2021. Optimal Strategies for ESG Portfolios. *The Journal of Portfolio Management*, 47(6), pp. 114-138.

Ansar, A., Caldecott, B. & Tilbury, J., 2013. *Stranded assets and the fossil fuel divestment campaign: what does divestment mean for the valuation of fossil fuel assets?*, s.l.: Smith School of Enterprise and the Environment, University of Oxford.

Atta-Darkua, V., 2020. *Corporate Ethical Behaviours and Firm Equity Value and Ownership: Evidence from the GPF's*

Ethical Exclusions, s.l.: Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3388868>.

Bauer, R. & Hann, D., 2010. *Corporate environmental management and credit risk*, s.l.: European Centre for Corporate Engagement (ECCE).

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L. & Maksimovic, V., 2006. The determinants of financing obstacles. *Journal of International Money and Finance*, 25(6), pp. 932-952.

Berg, F., Koelbel, J. F. & Rigobon, R., 2019. Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *MIT Sloan School of Management*.

Blitz, D. & Swinkels, L., 2020. Is exclusion effective?. *The Journal of Portfolio Management*, 46(3), pp. 42-48.

- Bolton, P. & Kacperczyk, M., 2021a. Do investors care about carbon risk?. *Journal of Financial Economics*.
- Bolton, P. & Kacperczyk, M., 2021b. *Global pricing of carbon-transition risk*. s.l.:National Bureau of Economic Research.
- Braungardt, S., van den Bergh, J. & Dunlop, T., 2019. Fossil fuel divestment and climate change: Reviewing contested arguments. *Energy research & social science*, Volume 50, pp. 191-200.
- Bruno, G., Esakia, M. & Goltz, F., 2021. "Honey, I Shrunk the ESG Alpha": Risk-Adjusting ESG Portfolio Returns, s.l.: Scientific Beta.
- Chava, S., 2014. Environmental externalities and cost of capital. *Management Science*, Volume 60, pp. 2223-2247.
- Cohen, L., Gurun, U. G. & Nguyen, Q. H., 2020. *The ESG-Innovation Disconnect: Evidence from Green Patenting*, s.l.: National Bureau of Economic Research.
- Danthine, J.-P. & Hugard, F., 2022 - à paraître. Désinvestir vs. S'engager: Le cas des énergies fossiles. *E4S White Paper*.
- Danthine, J.-P. & Hugard, F., 2022 - à paraître. S'engager pour le changement: Focus sur l'impact de l'actionnariat actif. *E4S White Paper*.
- Davies, S. W. & Van Wesep, E. D., 2018. The unintended consequences of divestment. *Journal of Financial Economics*, 128(3), pp. 558-575.
- De Haas, R., Martin, R., Muûls, M. & Schweiger, H., 2021. *Managerial and financial barriers to the net-zero transition*. s.l.:BOFIT Discussion Paper No.6/2021.
- Delaloye, J.-C., 2021. Le «Big Oil» devrait être inclus dans la lutte climatique. *24 heures*, 8 April.
- Delis, M. D., de Greiff, K., Iosifidi, M. & Ongena, S., 2021. Being Stranded with Fossil Fuel Reserves? Climate Policy Risk and the Pricing of Bank Loans. *Swiss Finance Institute Research Paper Series*, 18(10).
- Demers, E., Hendrikse, J., Joos, P. & Lev, B., 2021. ESG did not immunize stocks during the COVID-19 crisis, but investments in intangible assets did. *Journal of Business Finance & Accounting*, 48(3-4), pp. 433-462.
- Dordi, T. & Weber, O., 2019. The impact of divestment announcements on the share price of fossil fuel stocks. *Sustainability*, 11(11), p. 3122.
- Eccles, R., Lee, L. & Stroehle, J., 2020. The Social Origins of ESG: An Analysis of Innovest and KLD. *Organization & Environment*, Volume 33, pp. 575-596.
- Edmans, A., Goldstein, I. & Jiang, W., 2012. The real effects of financial markets: The impact of prices on takeovers. *The Journal of Finance*, 67(3), pp. 933-971.
- Ehlers, T., Packer, F. & de Greiff, K., 2021. The pricing of carbon risk in syndicated loans: Which risks are priced and why?. *Journal of Banking & Finance*, p. 106180.
- Fahlenbrach, R. & Jondeau, É., 2021. Greening the Swiss National Bank's Portfolio. *Enterprise for Society (E4S) Research Paper*.
- Fama, E. F. & French, K. R., 2007. Disagreement, tastes, and asset prices. *Journal of Financial Economics*, 83(3), pp. 667-689.
- Gianfrate, G., Schoenmaker, D. & Wasama, S., 2018. *Cost of capital and sustainability: A literature review*, s.l.: Rotterdam School of Management, Erasmus University.
- Gibson Brandon, R., Krueger, P. & Mitali, S. F., 2020. The sustainability footprint of institutional investors: ESG driven price

pressure and performance. *Swiss Finance Institute Research Paper*, Issue 17-05.

Global Sustainable Investment Alliance, 2021. *Global Sustainable Investment Review 2020*, s.l.: s.n.

Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A., 2003. Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), pp. 107-156.

Heinkel, R., Kraus, A. & Zechner, J., 2001. The Effect of Green Investment on Corporate Behavior. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(4), pp. 431-449.

Hong, H. & Kacperczyk, M., 2009. The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, Volume 93, pp. 15-36.

Ibbotson, R. G., Idzorek, T. M., Kaplan, P. D. & Xiong, J. X., 2018. Popularity : A Bridge between Classical and Behavioral Finance. *CFA Institute Research Foundation*.

In, S. Y., Park, K. Y. & Monk, A., 2019. Is 'Being Green' Rewarded in the Market?: An Empirical Investigation of Decarbonization and Stock Returns. *Stanford Global Project Center*.

Jondeau, E., Mojon, B. & Monnet, C., 2021. Greening (runnable) brown assets with a liquidity backstop. *Swiss Finance Institute Research Paper*, Issue 21-22.

Kempf, A. & Osthoff, P., 2007. The effect of socially responsible investing on portfolio performance. *European Financial Management*, 13(5), pp. 908-922.

Kölbel, J. F., Heeb, F., Paetzold, F. & Busch, T., 2020. Can sustainable investing save the world? Reviewing the mechanisms of investor impact. *Organization & Environment*, Volume 33, pp. 554-574.

Krueger, P., Metzger, D. & Wu, J., 2020b. *The sustainability wage gap*, s.l.: Swedish

House of Finance Research Paper No. 20-14, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper 718/2020, Swiss Finance Institute Research Paper No.21-17.

MacAskill, S. et al., 2020. Is there a green premium in the green bond market? Systematic literature review revealing premium determinants. *Journal of Cleaner Production*, p. 124491.

Morgan Stanley, 2020. *Sustainable Reality: 2020 Update*. [En ligne] Available at: https://www.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/en/assets/pdfs/3190436-20-09-15_Sustainable-Reality-2020-update_Final-Revised.pdf [Accès le 28 June 2021].

Nyborg, K. & Zhang, T., 2013. Is corporate social responsibility associated with lower wages?. *Environmental and Resource Economics*, 55(1), pp. 107-117.

O'Donovan, G., 2002. Environmental disclosures in the annual report: Extending the applicability and predictive power of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*.

Ramachandran, V., 2021. Blanket bans on fossil-fuel funds will entrench poverty. *Nature*, 592(7855), pp. 489-489.

Sharfman, M. P. & Fernando, C. S., 2008. Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, Volume 29, pp. 569-592.

Swiss Sustainable Finance, 2019. *Swiss Sustainable Investment Market Study 2019*, Zürich: Swiss Sustainable Finance.

Swiss Sustainable Finance, 2020. *Swiss Sustainable Investment Market Study 2020*, Zürich: Swiss Sustainable Finance.

Swiss Sustainable Finance, 2021. *Glossary*. [En ligne]

Available at:
<https://www.sustainablefinance.ch/en/glossary-content--1--3077.html>
[Accès le 28 June 2021].

Swiss Sustainable Finance, 2021. *Swiss Sustainable Investment Market Study 2021*, s.l.: s.n.

Tansey, R., Douo, M. & Sabido, P., 2019. *Big Oil and gas buying influence in Brussels. With money and meetings, subsidies and sponsorships, the oil and gas lobby is fuelling the climate disaster*, s.l.: Corporate Europe Observatory, Food & Water Europe, Friends of the Earth Europe and Greenpeace EU.

Townsend, B., 2020. From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing. *The Journal of Impact and ESG Investing*, Volume 1, pp. 10-25.

UN PRI, 2020. *An introduction to responsible investment: Screening*. [En ligne]
Available at: <https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-screening/5834.article>
[Accès le 28 June 2021].

Verdure, A., 2019. *Climate action and corporate stigma - Is fossil fuel divestment desirable?*, s.l.: Louvain School of Management, Université catholique de Louvain.

Vergne, J.-P., 2012. Stigmatized categories and public disapproval of organizations: A mixed-methods study of the global arms industry, 1996-2007. *Academy of Management Journal*, 55(5), pp. 1027-1052.

Widyawati, L., 2020. A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics. *Business Strategy and the Environment*, 29(2), pp. 619-637.

Winegarden, W., 2019. *Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing: An Evaluation of the Evidence*, s.l.: Pacific Research Institute. Available at: https://www.pacificresearch.org/wp-content/uploads/2019/05/ESG_Funds_F_web.pdf.

World Economic Forum, 2020. *The Net-Zero Challenge: Fast-Forward to Decisive Climate Action*. s.l.:s.n.

Zerbib, O. D., 2020. *A Sustainable Capital Asset Pricing Model (S-CAPM): Evidence from green investing and sin stock exclusion*. s.l.:s.n.