



Valeur ou valeurs : la création de valeur ou de valeur(s) de l'entreprise verte(1)

Par Maurice Nussenbaum, professeur émérite à l'Université de Paris-Dauphine PSL, président, Sorgem Evaluation

Publié le 15 mars 2024 à 8h30

L'entreprise verte est-elle créatrice de valeur financière (value) ou bien vise-t-elle uniquement à satisfaire à des valeurs sociétales liées à l'économie durable (value(s)) comme l'a énoncé Laura Starks dans sa Presidential Adress à l'American Finance Association de 2023 et que nous avons développé dans notre contribution à l'ouvrage collectif, Finance Durable. Pour répondre à cette question, il faut répondre à plusieurs sous questions :

- Existe-t-il une corrélation entre performances RSE et performances financières (1) ?
- Existe-t-il des différences entre les investisseurs ESG et non ESG (2) ?
- Quels sont les avantages des investissements RSE (3) ?
- Comment les investissements RSE créent-ils de la valeur (4) ?
- Comment l'approche value(s) modifie-t-elle l'appréhension de l'univers des investissements possibles (5) ?

1. Existe-t-il une corrélation entre performances RSE et performances financières ?

Les gestionnaires d'actifs, dans leur recherche d'investisseurs, essaient de faire croire en l'existence d'un cercle vertueux entre les performances RSE et les performances financières.

Or les résultats des études à la fois académiques et de sociétés de conseil couvrant des échantillons larges de sociétés sont assez disparates car les actions RSE⁴ entraînent des coûts additionnels qui ne permettent pas en net, du fait des coûts de recherche et de monitoring, un accroissement des performances.

On trouve cependant des observations montrant une meilleure résilience des performances de ces entreprises en période de crise.

Cette absence de convergence s'explique par le fait qu'on ne peut pas apprécier in abstracto les performances des investissements et qu'il faut les analyser en fonction des objectifs recherchés. Il s'agit soit de création de valeur financière (objectif « value »), soit de satisfaction à des objectifs environnementaux non nécessairement pécuniaires (objectif « values » au pluriel) qui conduisent à éliminer du champ des investissements possibles, des projets d'entreprise portant sur des produits ou des activités discutables au sens de l'économie durable. En conséquence, la comparaison des performances financières sans prendre en compte l'univers de référence et les objectifs recherchés n'est pas pertinente. Mais la question se pose de savoir s'il s'agit aussi d'une différence d'investisseurs.

2. Existe-t-il des différences entre les investisseurs ESG et non ESG ?

Il ne suffit pas de comparer les performances des investissements, il faut de plus comparer les investisseurs. Si l'on analyse les investissements et leurs performances en fonction des investisseurs, on constate qu'il existe des différences entre les investisseurs ESG et non ESG : les ESG apparaissent moins sensibles aux performances financières.

Cependant, les investisseurs « value », qui privilégient la performance financière, considèrent que le fait d'incorporer des préoccupations ESG dans leurs décisions d'investissement ne sera pas nécessairement négatif puisque cela les conduit à entreprendre des projets présentant des risques plus faibles soit à travers leur sélection de portefeuille soit à travers les engagements des entreprises, et ils vont avoir de ce fait des comportements beaucoup plus axés sur le long terme.

De ce fait, les investissements ESG devraient bénéficier d'un coût du capital plus faible ainsi que d'une exigence de rendement plus faible de la part des investisseurs car la réduction du risque permet d'attirer une clientèle d'investisseurs prêts à échanger du rendement contre la satisfaction d'objectifs environnementaux (cette prime de rendement négative est appelée « greenium »).

Il convient cependant de prolonger l'analyse sur les avantages des investissements RSE.

3. Quels sont les avantages des investissements RSE ?

Il faut distinguer des avantages qualitatifs notamment sur l'image de marque de l'entreprise qui est associée à une consommation plus vertueuse susceptible de renforcer la loyauté de la clientèle et d'augmenter la demande avec le plus souvent une prime de prix.

On note également un impact sur la valorisation du capital humain du fait du développement de la marque employeur qui permet à l'entreprise de mieux recruter avec un turnover moindre.

On a également des aspects quantitatifs car l'entreprise verte va bénéficier de subventions et de crédits d'impôts.

Les investissements en modernisation de l'outil de production vont également permettre de réduire la consommation d'énergie et d'optimiser les charges opérationnelles.

Il faut ensuite traduire ces effets en création de valeur.

4. Comment les investissements RSE créent-ils de la valeur ?

Pour analyser la création de valeur des investissements RSE, il faut identifier les différents leviers de création de valeur :

- levier de croissance avec impact sur le chiffre d'affaires ;
- levier sur la rentabilité avec impact sur les taux de marge ;
- levier d'efficacité des investissements ce qui implique d'analyser les investissements au sens large en incluant la R&D et les acquisitions (M&A) et rechercher les raisons d'un accroissement de résultat par euro investi ;
- et levier du risque en distinguant le risque opérationnel de réalisation des objectifs et le risque de défaillance.

En analysant l'impact de ces quatre leviers, Cornell et Damodaran (2020)⁵ ont montré que les investissements ESG peuvent effectivement sur le long terme baisser le coût du capital et bénéficier de coûts d'endettement plus faibles du fait de l'attitude des banques et des Etats à leur égard. Cependant, ils observent qu'il s'agit plutôt de marchés de niche que de mass market. Par ailleurs, il existe aussi de nombreuses entreprises non ESG compatibles qui surperforment par rapport à leurs concurrents parce que leurs produits sont désirables et moins chers.

Cependant, la mesure des impacts des investissements RSE est rendue difficile du fait des hypothèses nécessaires pour construire des business plans associés à ces investissements car de nombreux paramètres demeurent inconnus concernant notamment les prix à long terme de la tonne de carbone et le seuil de rentabilité des investissements bas carbone.

En fait, ce qui apparaît c'est que les entreprises ESG exigent des primes de risque moins élevées que celles des entreprises dites brunes avec en conséquence un rendement attendu plus faible mais une valorisation qui peut être plus élevée.

Ceci résulte du fait que la compliance ESG permet de limiter de nombreux risques du fait des contrôles en amont ce qui évite notamment des effets négatifs réputationnels qui pourraient avoir des conséquences désastreuses. Mais in fine l'impact sur la valeur de la société est difficile à mesurer non seulement du fait de l'hétérogénéité des scores ESG mais aussi d'un problème de causalité : est-ce réellement l'ESG qui entraîne une meilleure valorisation ?

Néanmoins, c'est plus l'absence de comportement ESG qui peut entraîner des effets baissiers sur la valeur des entreprises qu'un impact haussier de comportements positifs.

Cela serait plus à mettre en relation avec une baisse du taux d'actualisation liée à des effets de demande des investisseurs que des performances ESG intrinsèques.

Il reste à examiner l'impact des objectifs des investisseurs sur leurs investissements.

5. Comment l'approche value(s) modifie-t-elle l'appréhension de l'univers des investissements possibles ?

Nous avons montré que l'on ne peut pas dissocier l'analyse des objectifs des investisseurs et celle des performances de leurs investissements car ils en constituent une dimension essentielle.

Si les managers sont plus attirés par les préoccupations environnementales, ils donneront plus de poids à la satisfaction de ces critères qu'aux critères de pure performance financière dans leur appréciation des projets.

De ce fait, ils vont cibler des projets susceptibles de générer a priori des résultats moindres avec en parallèle une diminution de la prime de rendement exigée mais cela n'est possible que parce qu'ils pensent qu'ils auront une clientèle d'investisseurs prêts à acquérir leurs titres en exigeant une rentabilité moins élevée.

Les investisseurs « value(s) » ont des attentes différentes des investisseurs « value ». Ils doivent faire une sélection qui réduit leur espace de choix et leur décision consiste en une optimisation sous contrainte avec une performance qui ne peut pas être comparable à celle des portefeuilles traditionnels.

Pour les investisseurs « value », on reste dans un univers risque rendement classique et s'ils s'engagent dans des projets ESG, ils vont le faire dans leur univers d'appréciation de la création de valeur ce qui signifie que l'ESG va simplement leur permettre à la fois une meilleure gestion du risque et des meilleures anticipations d'opportunités.

De ce fait, les investisseurs ne devraient pas souffrir de leur choix en termes de couple risque-rendement en ayant des rendements peut-être plus faibles mais avec moins de risque ; ils pourront par exemple éviter les « downside risks » de catastrophes.

Ainsi on ne peut analyser les performances des portefeuilles sans rechercher quels sont les investisseurs et leurs attentes.

Par ailleurs, les préoccupations varient selon les cultures et les pays, et les managers européens considèrent deux fois plus souvent que les managers nord-américains l'environnement comme un enjeu important.

6. Conclusion

En conclusion, les investissements ESG peuvent être financièrement attractifs pour les investisseurs « value » de long terme et cette valeur va résulter d'une meilleure gestion du risque et des opportunités.

Pour les investisseurs « value(s) » qui s'intéressent à des facteurs non pécuniaires, les effets seront différents et l'on ne peut analyser les résultats des investissements sans connaître la nature des investisseurs et de leurs valeurs.

Notre compréhension des relations complexes entre la problématique ESG et les marchés financiers est influencée par cette dualité d'objectifs entre la recherche de création financière (value) et la recherche de réalisation d'objectifs multidimensionnels liés à l'économie durable (values).

1. Intervention de Maurice Nussenbaum lors du colloque sur « La finance durable : risques et opportunités pour les entreprises », House of Finance. Université Paris-Dauphine PSL. Colloque organisé par les masters 225 Corporate Finance & Financial Engineering et le master 214 droit des affaires, mardi 5 mars 2024.

2. Laura Starks, Presidential Address: Sustainable Finance and ESG Values, Journal of Finance, août 2023, p. 1837-1872.

3. Maurice Nussenbaum, Evaluation de l'entreprise verte : recherche de « valeur » ou de valeur(s), in Finance Durable, p. 209-230. In Finance Durable, Lexis Nexis, ouvrage collectif sous la direction scientifique de Sophie Schiller, Jean-Marc Moulin et Maurice Nussenbaum.

4. Voir M. Nussenbaum, op. cit.

5. B. Cornell et A. Damodaran, Valuing ESG: Doing Good or sounding Good ? SSRN Electronic Journal, 10 février 2020, p. 15.