

Remarques sur la finance durable

Augustin Landier

HEC

Plan

1. Intro : Rappel du paradigme de la “valeur de actionnariale”
2. La vision opportuniste de la durabilité : "elle maximise la valeur à long terme"
 - Cas des “gros actionnaires”
 - Limites de cette vision
3. Préférences morales des investisseurs : conséquentialisme vs déontologie
 - Situations où il y a des “concessions” en termes de profits
 - Qu'est-ce que l'investissement à impact ?
 - Investir dans les entreprises vertes: est-ce la bonne maniere d'avoir de l'impact?

INTRO: paradigme de la “valeur actionnariale”

Parties prenantes / Actionnaires

Actionnaires
Créanciers

Managers
Employés

Environnement
Communautés
Société

Clients
Fournisseurs

Paradigme de la valeur pour l'actionnaire

- Milton Friedman :
 - *"Un dirigeant d'entreprise a une responsabilité directe envers ses employeurs [les actionnaires]. Cette responsabilité consiste à conduire l'entreprise conformément à leurs désirs... sa responsabilité première est envers eux."*
 - *"Il n'y a qu'une seule et unique responsabilité sociale des entreprises - utiliser leurs ressources et s'engager dans des activités destinées à augmenter leurs profits tant qu'elles restent dans les règles."*

Séparation de la propriété et du contrôle

**Principaux =
Actionnaires**



**Agents =
Managers**

- Problèmes d'agence
 - L'agent et le principal n'ont pas le même objectif
 - Omniprésents en économie (appelée "alea moral")
 - Exemples : employés, contractants, enfants, etc.
- Des manifestations concrètes :
 - Fraude (Adelphia, Enron)
 - Avantages (jets privés) / rémunération farfelue
 - **Profiter de la vie tranquille - le parti pris du statu quo**
 - **Hubris**

Profiter de la “vie tranquille”

- Évitement des difficultés:
 - Éviter la confrontation avec les travailleurs : laisser les salaires et la main-d'œuvre augmenter.
 - Préférer subventionner les divisions déficitaires plutôt que de les fermer
 - Éviter de créer de nouvelles activités
 - Les organisations résistent au changement (le changement détruit les rentes).
 - Les managers préfèrent ne pas contrarier l'organisation
- Danger: Une entreprise coincée dans le statu quo

Paradigme Friedmanien

- Max V sous des contraintes décidées par le législateur
- Donner au dirigeant de “bonnes incitations” à respecter cet objectif
- La maximisation de la valeur actionnariale a pour vertu d’être un objectif simple
- Séparation des pouvoirs dans les démocraties modernes
 - Les entreprises maximisent la valeur
 - Le gouvernement maximise le bien-être en établissant une réglementation
 - C’était le point de Milton Friedman

Les arguments contre la valeur actionnariale

- La maximisation de la valeur au détriment des parties prenantes
 - Travailleurs, fournisseurs
 - Marché du travail local et municipalités
 - Préoccupations liées à la redistribution : ce que les actionnaires gagnent, d'autres le perdent.
- La maximisation de la valeur peut entrer en conflit avec le bien-être social
 - Dès que les marchés sont *incomplets*
 - Externalités - pollution, chômage local, etc. (Interactions non médiées par les prix)
 - Problèmes d'efficacité : les entreprises ne font pas ce qui est le mieux pour la société
- La maximisation de la valeur à court terme peut entrer en conflit avec la maximisation de la valeur à long terme.
 - Parfois, sacrifier les profits à court terme est une bonne chose
 - Préoccupation concernant le court-termisme : le marché n'évalue pas correctement la valeur fondamentale.
- La maximisation de la valeur peut entrer en conflit avec les préférences morales des actionnaires
 - Préoccupation Morale: l'actionnaire doit penser à l'intérêt général

Faut-il demander aux managers de maximiser la valeur des parties prenantes ?

- La valeur pour les parties prenantes est beaucoup plus complexe à décrire/mesurer
 - Les gens ne sont pas d'accord sur ce que cela implique
 - Un mauvais gestionnaire peut cacher son incompetence derrière la "maximisation du bien-être" (retranchement).
-
- Les PDG doivent-ils être philanthropes avec l'argent des actionnaires?
 - Les actionnaires peuvent toujours choisir de faire don de leurs dividendes.
 - Mais parfois non séparables : pollution & production

Partie 1: Vision gagnant-gagnant de la durabilité

Le cas “facile”

Le cas d'une durabilité "gagnant-gagnant"?

- Vision opportuniste sur la durabilité :
 - "elle maximise la valeur à long terme"
 - A la fois profitable et bonne pour la planète
- Préempter les changements législatifs (prix du carbone qui va monter):
 - *Il est moins cher de s'adapter lentement que de s'adapter dans l'urgence*
 - *→ la réglementation actuelle n'est pas la seule contrainte du dirigeant: il doit anticiper la réglementation future*
- Dans ce cas, il faut évidemment adopter le comportement durable: à la fois profitable et socialement souhaitable

Motivations pour la durabilité dans le contexte de la maximisation de la valeur actionnariale

Comment un comportement durable pourrait-il générer des performances financières ?

Valeur = VAN(dividendes à court terme) + VAN(dividendes à long terme)

VAN= valeur actualisée nette

Conversion des flux de trésorerie futurs en argent d'aujourd'hui en utilisant un taux d'actualisation qui correspond à la façon dont le marché actualise les flux de trésorerie futurs.

Motivations pour la finance durable



V (entreprise **sale**) = VAN(dividendes **à court terme**) + VAN(dividendes à **long terme**)



V (entreprise **propre**)
= VAN(dividendes **à court terme**) - **C**
+ VAN(dividendes à **long terme**) + **VAN**(avantages liés au fait d'être propre)

Motivations pour la finance durable

Lorsque la **VAN** (avantages d'être propre) > **C**, alors
 $V(\text{entreprise propre}) > V(\text{entreprise sale})$



Transition
rapporte de la valeur

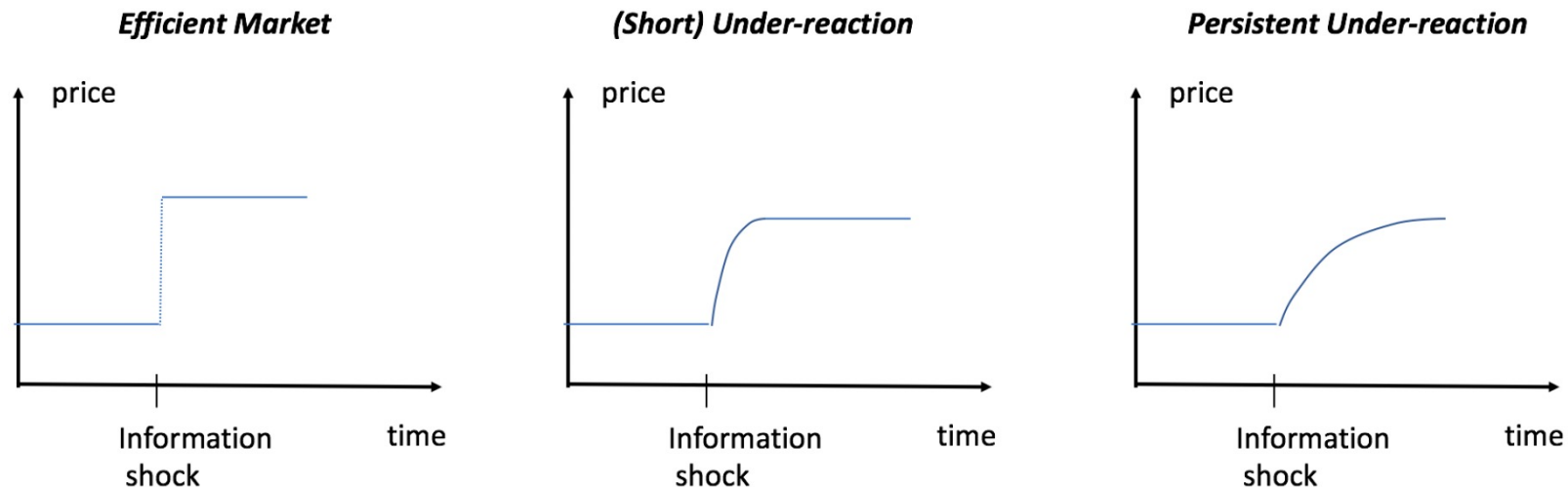


Pourquoi les managers n'entreprendraient-ils pas spontanément des projets propres qui augmentent la valeur de l'entreprise ?

- **Le parti pris du statu quo ?**
 - **Manque de prévoyance de la part des responsables concernant les réglementations futures et les changements culturels.**
 - **Incompétence (aléa moral classique)**
 - **Le court-termisme** : Les dividendes **à long terme** pourraient être négligés par le marché, où lents à se confirmer
-
- Un aspect de la finance verte est simplement de **surveiller la bonne intégration des enjeux climatiques** par les entreprises pour maximiser la valeur de l'entreprise
 - Réclamer les informations pertinentes au suivi

Sous-reaction: la thèse du “repricing lent”

- Les prix des actifs financiers sous-réagissent parfois aux informations
 - Mais typiquement pas sur des horizons très longs
- Un lent repricing des actifs verts (dont il est possible de bénéficier comme investisseur) : une hypothèse plausible mais temporaire...



ESG news, future cash flows, and firm value*

Francois Derrien[†]

Philipp Krüger[‡]

Augustin Landier[§]

Tianhao Yao[¶]

January 24, 2022

Abstract

We investigate how sell-side analysts adjust their earnings forecasts following negative ESG incidents. We find that after learning about negative ESG news, analysts significantly downgrade their earnings forecasts over all horizons, including long-term horizons. Negative ESG incidents affect earnings forecasts at longer horizons than other types of corporate incidents. The negative revisions of earnings forecasts reflect expectations of lower future sales (rather than higher future costs). Forecast revisions explain most of the negative impacts of ESG incidents on firm value. In Europe, analysts who exhibit greater sensitivity to ESG news provide significantly more precise forecasts than their peers.

-Baisse importante des cours après des incidents ESG négatifs.

-Expliquée (entièrement) par la baisse des prévisions de bénéfices à long terme.

Long-termisme du marché

- Après un choc négatif sur la réputation environnementale d'une entreprise que se passe-t-il?
 - Forte baisse des prix
 - Expliquée par des baisses des anticipations des *profits de long-terme*

$$\frac{PV_{it}(r_{it})}{b_i} = \frac{F_t EPS_{i,t+1}}{(1 + r_{it})^{\theta_{it}}} + \frac{F_t EPS_{i,t+2}}{(1 + r_{it})^{\theta_{it}+1}} + \frac{F_t EPS_{i,t+3}}{(1 + r_{it})^{\theta_{it}+2}} + \frac{1}{(1 + r_{it})^{\theta_{it}+2}} \frac{(1 + g_t) F_t EPS_{i,t+3}}{r_{it} - g_t}$$

Finance verte: Le cas des gros actionnaires (ou coalitions)

- Imaginons que les contraintes du régulateur ne sont pas suffisantes
- La finance peu-elle aider?
- Des coalitions larges d'investisseurs (ou de gros acteurs) peuvent avoir des incitations (*dans leur intérêt financier*) à :
 - Adopter des politiques green (par exemple pour limiter la probabilité d'un mauvais scénario) au de-là de ce qui est individuellement profitable
 - Faciliter l'adoption future de réglementations contraignantes
 - Biais-Landier (2022): équilibres multiples de la régulation
- Il peut aussi y avoir des préférences morales pour investir vert

3. Préférences morales des investisseurs

L'essor d'une finance morale?

- Les réglementations ne traitent pas optimalement des externalités (en raison de problèmes d'économie politique).
 - Nous n'avons pas encore de véritable taxe sur le carbone
 - Le court-termisme politique, le parasitisme entre pays, le populisme, etc.
- Les épargnants ont des préoccupations d'ordre moral
 - Les grands actionnaires internalisent leur responsabilité en matière de changement climatique
 - Préoccupations morales

Les actionnaires peuvent être altruistes : ils peuvent encourager des actions qui diminuent la valeur de l'entreprise.
- Aspect non-Friedmanien: Impossible de séparer les actions morales et le comportement de l'entreprise
 - Il est plus efficace de produire propre que de produire sale et de payer une organisation caritative pour le nettoyage.

(→ pas efficace de demander aux actionnaires de donner des dividendes à des œuvres de charité comme bon leur semble)

Préférences morales des investisseurs

- Conséquentialisme vs. déontologie

Qu'est-ce que cela signifie pour moi d'être un actionnaire moral ?

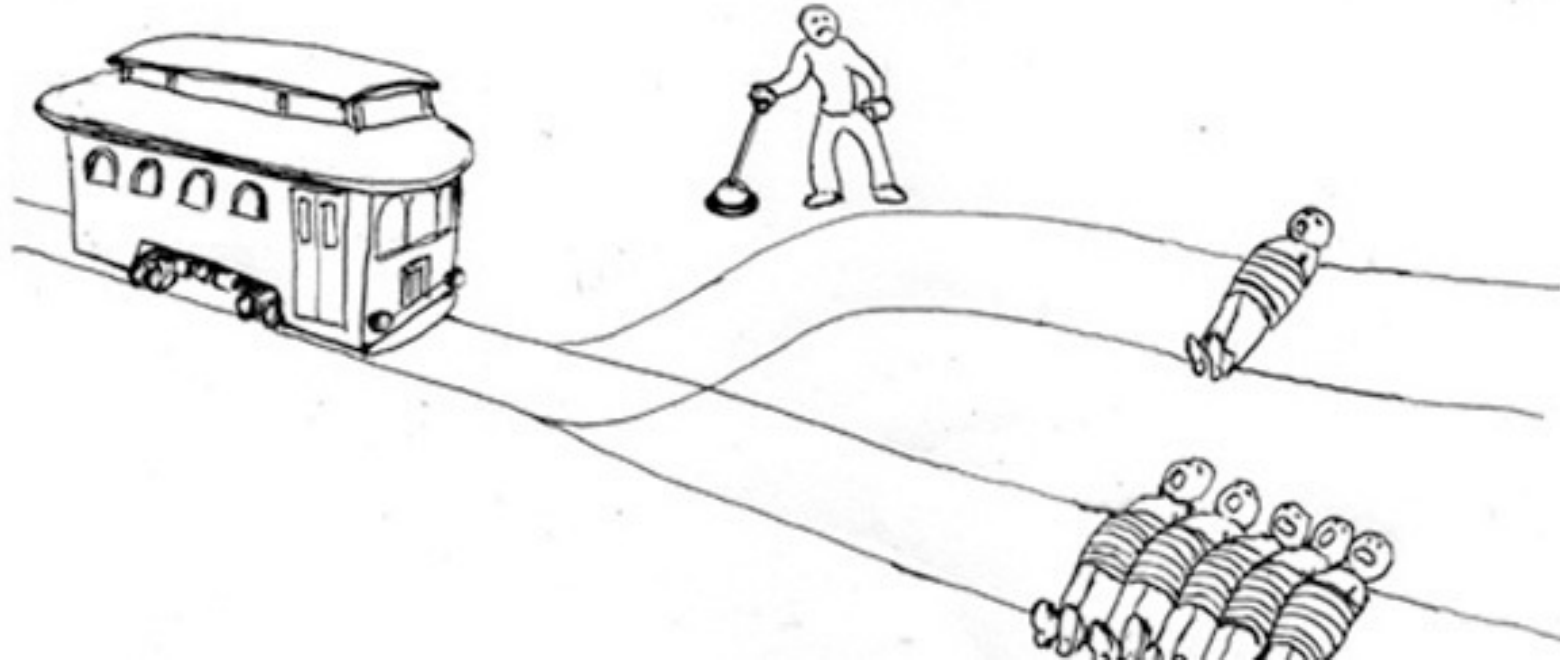
- Problème du “trolley”:

Un train dévale une voie à toute vitesse, hors de contrôle, en direction de cinq personnes. Heureusement, il y a un aiguillage à côté de vous que vous pouvez actionner pour détourner le train. Mais, sur cette autre voie, il y a une personne. Vous avez deux possibilités :

1. Si vous ne tirez pas sur l'interrupteur, cinq personnes vont perdre la vie,
2. Si vous tirez sur l'interrupteur, une personne perdra la vie.

Que faites-vous ? Quelle option choisissez-vous ?

- Problème de chariot : Que faites-vous ? Quelle option choisissez-vous ?



2

1

Théories morales

- Conséquentialisme
 - Se soucier de l'impact de l'action (Bentham)
 - Utilitaire (penser comme un économiste)
- Déontologie
 - La moralité de l'action dépend de la conformité aux principes (Kant)
 - Alignement des valeurs
 - *Primum non nocere*

Mesurer la volonté de payer pour les entreprises bienfaisantes

(Bonnenfon-Sastry-Landier-Thesmar(2021))

- Une entreprise réalise un bénéfice de 1 \$ par action.
- Elle donne 0,1 dollar à l'organisation caritative "Food for the Poor".
- Elle donne les 0,9 restants sous forme de dividende aux actionnaires.

Quel prix maximum êtes-vous prêt à payer pour une action de cette société ?

Cas “déontologique”

Mesurer la volonté de payer pour les entreprises caritatives

- Une entreprise réalise un bénéfice de 1 \$ par action.
- Il donne 0,1 dollar à l'organisation caritative Food for the Poor **si vous achetez l'action et 0 dollar si vous ne l'achetez pas.**
- Elle donne les 0,9 \$ restants comme dividende.

Quel prix maximum êtes-vous prêt à payer pour une action de cette société ?

Cas “conséquentialiste”

Experiment: Overall structure

- ▶ recruitment: 1,500 MTurkers in 5 batches (summers 19 and 20)
- ▶ participants have to value 3 stocks (in random order)

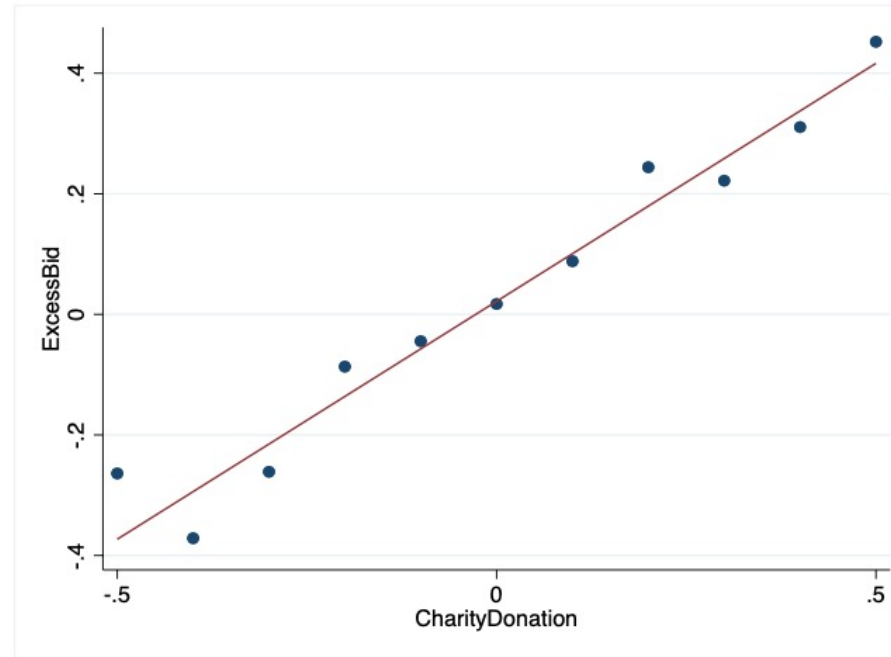
Type	Profit	Charity Donation	Cash Dividend
Neutral	π	0	π
Ethical	π	$c > 0$	$\pi - c$
Unethical	π	$c < 0$	$\pi - c$

- ▶ valuation measured through BDM bidding mechanism
 1. participant bids b
 2. machine draws random $\tilde{p}$
 3. participant wins the auction if $b > \tilde{p}$ and pays $\tilde{p}$

→ under risk-neutrality and rational expectations, $b = \text{valuation}$

Charity Donation is Priced in our Setting

$$\underbrace{Bid_i - (\pi_i - c_i)}_{\text{Excess bid}} = \alpha + \underbrace{\beta}_{\text{pass-through}} \times \underbrace{c_i}_{\text{Charity donation}} + \epsilon_i$$



→ $\alpha = 0.02^{**}$, $\beta = .79^{***}$

→ investors price charity donation symmetrically

impact does not affect pricing

$$\underbrace{Bid_i - (\pi_i - c_i)}_{\text{Excess bid}} = \alpha + \beta \times \underbrace{c_i}_{\text{Charity donation}} + \epsilon_i$$

	Excess Bid	Excess Bid	P-value
CharityValue	0.797*** (0.072)	0.893*** (0.073)	0.347
Constant	-0.070*** (0.026)	-0.036 (0.025)	
Condition	Baseline	Impact Investing	
N	393	372	

- ▶ column 2: charity receives c only if bid is successful
- ▶ no difference $\rightarrow$ Value alignment $>$ Impact investing
 - ▶ remember: participants understand the difference (quiz)

Alignement de l'impact sur la valeur

- Les investisseurs déontologiques ciblent les portefeuilles ayant une bonne empreinte ESG.
 - Principe de non-nuisance
 - Le plus gros de l'investissement responsable prend cette forme
- Il ne s'agit pas d'une approche conséquentialiste : Si l'objectif est d'avoir un impact, il n'est pas certain qu'investir dans un portefeuille d'actions liquides ayant une bonne empreinte carbone ait un grand impact.
- Impact indirect: augmentation du cout du capital des entreprises peu responsables: suppose que les entreprises ont du mal à trouver des substituts

[Home](#) > [About](#) > [Euronext Press Releases](#)

Euronext launches new CAC 40 ESG® Index to meet financial community's sustainable investment needs

[← Back](#)

Paris – 22 March 2021 – Euronext today announced the launch of the CAC 40 ESG index¹ (gross return Bloomberg code: CACESGGR), designed to identify the 40 companies within the CAC Large 60 Index that demonstrate the best Environmental, Social and Governance (ESG) practices. Responding to the growing demand for sustainable investment tools from investors and from the market, the CAC 40 ESG is Euronext's first national ESG index and is derived from the CAC 40 index family.

The CAC 40 ESG index combines measurement of economic performance with Environmental, Social and Governance impacts, in line with the French SRI label² and the UN Global Compact principles³. The CAC 40 ESG index was developed following a large consultation among the financial community, public authorities and regulator. Euronext has partnered with Vigeo Eiris (V.E), an affiliate of Moody's. V.E provides the ESG Assessment of companies for the composition of the index and engages in dialogue with them on their ESG performance.

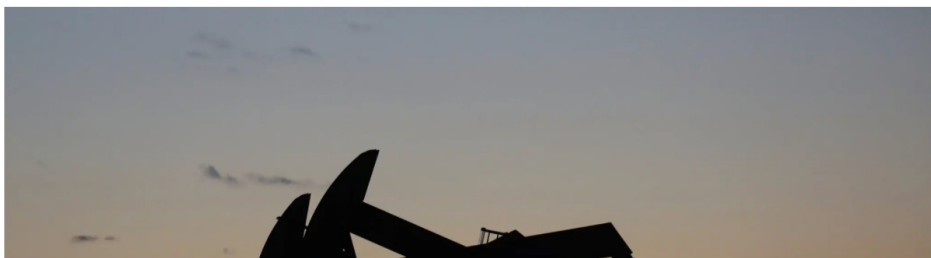
Effets pervers potentiels des désinvestissements

- Les actifs bruns sont vendus à des investisseurs moins responsables

The New York Times

Private Equity Funds, Sensing Profit in Tumult, Are Propping Up Oil

These secretive investment companies have pumped billions of dollars into fossil fuel projects, buying up offshore platforms, building new pipelines and extending lifelines to coal power plants.



Climate Capital Hedge funds ✓ Added

Hedge funds cash in as green investors dump energy stocks

Big institutions' exit from oil and gas companies leaves hedge funds as among the only buyers



Minimiser l'empreinte carbone de votre portefeuille ne maximise pas votre impact

Landier-Lovo (2020)

- Maximiser l'impact suppose de choisir ses combats
 - Se concentrer dans les secteurs à problèmes
 - Marchés primaires plutôt que secondaires
 - Afficher des exigences en échange de l'accès au capital
- Notion d'additionalité

Si de nombreux investisseurs évitent les entreprises brunes, quels seront les rendements des portefeuilles verts?

- Les entreprises à forte empreinte carbone doivent faire face à un coût du capital (un peu) plus élevé
- Cela fait baisser leur prix
- Mais cela signifie des rendements attendus plus élevés à l'avenir

En d'autres termes, si la décarbonisation des portefeuilles fonctionne, elle a un coût pour l'investisseur: il y a un compromis à trouver.

Autres moyens d'avoir un impact

- Engagement : utiliser les droits de contrôle pour inciter les entreprises à choisir des politiques responsables, même si cela a des conséquences financières négatives.
- Capital-investissement : financer des projets dont la VAN est négative mais qui présentent des externalités positives importantes.

Importance de l'information financière



Importance de l'information financière

- Scope 1,2,3
- L'information sur les fournisseurs permet de décupler l'impact d'un investisseur responsable
- Double matérialité: évitement vs. adaptation
- L'information est un enjeu de réglementation clé

Conclusion

- La maximisation de la valeur pour les actionnaires n'est pas parfaite
 - Court-termisme
 - Externalités
 - Préférences morales
- Mais attention aux managers qui se cachent derrière les préoccupations de durabilité.
- L'impact et l'alignement de la valeur sont deux objectifs distincts pour un actionnaire.
 - conduit à des portefeuilles différents

LE PRIX DE NOS VALEURS

Augustin Landier
& David Thesmar

**Augustin Landier
& David Thesmar**

LE PRIX DE NOS VALEURS

Quand nos idéaux se heurtent
à nos désirs matériels