



# POURQUOI L'ISR EST DÉJÀ UN ENJEU ÉCONOMIQUE ET FINANCIER ?

DANIEL FERMON \*

U ne vision des marchés financiers sous l'angle du développement durable peut amener les sociétés :

- à perfectionner leurs outils de contrôle et de *reporting* afin de mieux maîtriser les risques sous une double pression : celle de procès hautement médiatisés et celle des fonds ISR en forte croissance (1 % à 2 % des encours sous gestion) qui s'intéressent non seulement aux risques financiers mais aussi aux risques extra-financiers ;
- à s'interroger sur leur développement international, notamment dans certains pays en développement où les droits de l'Homme ne sont pas respectés, ce qui peut faire l'objet d'un appel au *boycott* des consommateurs ;
- à adopter une plus grande transparence dans leur communication, tant au niveau sociétal qu'environnemental en raison de l'effet sur leur image de marque.

L'objectif de cette étude est de quantifier les impacts potentiels qu'une mauvaise appréhension du développement durable fait peser sur les cours de Bourse des sociétés cotés. D'où notre approche par une analyse d'un impact sur le bêta (sensibilité d'une action aux variations de marché) et donc sur notre calcul de *fair value* (valorisation théorique d'une société).

\* Senior European Strategist, SG Equity Research.



*DE LA SOCIÉTÉ CIVILE AUX RÉGULATEURS  
ET AUX ACTIONNAIRES*

Avec la multiplication des procès à chacun des niveaux - environnemental, social/sociétal, gouvernement d'entreprise - et le risque de voir leur réputation mise en cause, les groupes internationaux ne peuvent plus faire l'impasse sur ces notions ni sur l'inquiétude des gérants qui cherche à se prémunir contre toute mauvaise surprise pouvant faire chuter les cours de Bourse.

Sous l'effet de scandales du type Enron (fraude sur l'activité réelle et faillite fin 2001) ou de problèmes de transparence (surévaluation des réserves pétrolières de Royal Dutch Shell), la notion de gouvernement d'entreprise a pris une ampleur certaine depuis trois ans.

En revanche, à ce stade, la prise en compte des risques environnementaux, sociaux, sociétaux semble encore faible, même si l'on assiste à une prise de conscience progressive renforcée par l'adoption de dispositions contraignantes pour les industriels (Protocole de Kyoto) influant, à plus ou moins long terme, sur les résultats des groupes concernés, sans compter les risques grandissants de *Class Action* (action collective contre une société ou un groupe de sociétés) aux États-Unis et peut-être bientôt en Europe, pour protéger les droits des consommateurs. Les actionnaires sont donc concernés en premier lieu et souhaitent que les groupes prennent le maximum de précautions pour limiter ces risques.

*LA SOLVABILITÉ DES ENTREPRISES  
LES REND VULNÉRABLES AUX RISQUES ISR*

*Le principe de la « deep pocket »*

La prise de conscience, par les sociétés cotées, de l'importance de ces risques extra-financiers est grandissante, et se traduit par une hausse des demandes de notation de leur politique de développement durable, notamment dans les groupes anglo-saxons.

Les entreprises doivent, en effet, faire face aux exigences de plus en plus pressantes de consommateurs soucieux de préserver leur cadre de vie (environnement, conditions de travail, voire droits de l'Homme). Ces derniers, notamment aux États-Unis, n'hésitent plus à faire valoir leurs droits auprès des tribunaux et ce d'autant plus que les États sont fortement endettés, d'où un report d'une partie de leurs responsabilités et des risques inhérents sur les entreprises privées. Les plaignants se tournent vers des acteurs potentiellement solvables pour faire valoir leurs revendications : il s'agit du principe de la *deep pocket*. Les sociétés sont soumises à des impératifs croissants en matière de transparence.



Cette situation est déjà sensible aux États-Unis depuis quelques années, avec la multiplication des *Class Action* contre les entreprises implantées dans cette zone. Elle pourrait se développer en Europe, compte tenu d'une amélioration très significative des bilans des sociétés parallèlement à la dégradation de la santé financière des États.

*Un risque pour les sociétés*

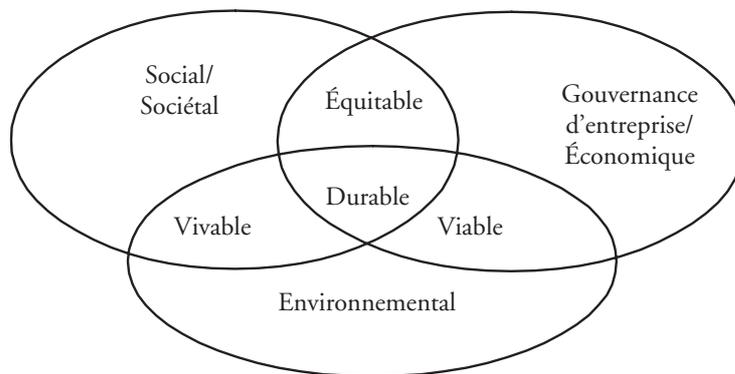
Cette vision rejoint l'analyse que nous faisons des marchés financiers où le *cash flow* disponible est important pour les sociétés cotées, quels que soient les secteurs, ce qui les amène à effectuer des rachats d'actions et à verser des dividendes exceptionnels. Cette apparente opulence financière peut paradoxalement susciter des effets d'aubaine de la part de consommateurs ou d'ONG tentés de sanctionner des entreprises peu socialement responsables. Cette situation pourrait entraîner des difficultés pour les sociétés peu au fait des enjeux du développement durable.

*LES RISQUES ISR PEUVENT INFLUER  
SUR LES COURS DE BOURSE*

*Risques identifiés et risques identifiables*

Les trois piliers du développement durable, à savoir le risque environnemental, le risque sociétal et le gouvernement d'entreprise, devraient avoir un impact grandissant sur la stratégie des sociétés et leur visibilité à moyen terme dans la mesure où les enjeux, en termes financier et en termes d'image, deviennent importants pour les groupes.

**Graphique n° 1**  
**Les différentes composantes de l'ISR**



Source : SG Equity Research.

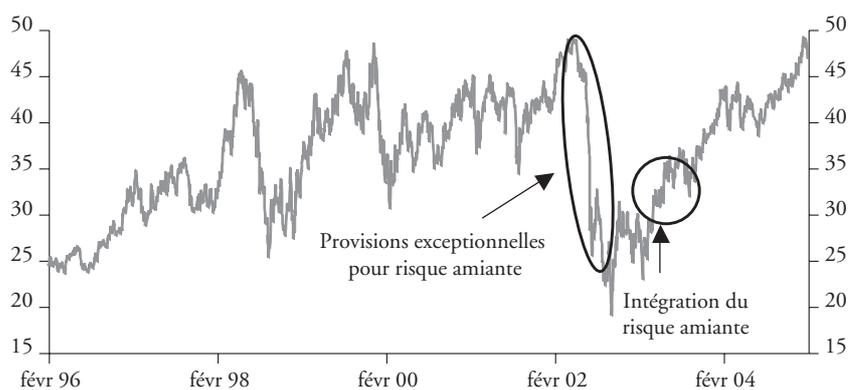
Les risques liés au développement durable sont relativement bien identifiés mais pas toujours quantifiés ou quantifiables, notamment en ce qui concerne le social et le sociétal dont les impacts financiers sont plus difficiles à cerner que ceux concernant l'environnement, sauf situation de crise. Dans ce cas, l'impact sur les cours de Bourse peut être violent.

Les trois exemples suivants illustrent l'importance grandissante des piliers de l'ISR pour les actionnaires, dans la mesure où les cours de Bourse des sociétés concernées sont influencés directement par ces risques.

### *Impact sur le cours de Bourse*

#### *Exemple n° 1 - Risque environnemental chez Saint-Gobain*

**Graphique n° 2**  
**Saint-Gobain - Cours de Bourse sur quatre ans**



Source : SG Equity Research.

Les provisions exceptionnelles annoncées en 2002 pour faire face au risque amiante se sont traduites par une défiance des investisseurs envers la société Saint-Gobain, concrétisée par une chute brutale du cours de Bourse durant l'été 2002 (-50 %). Trois ans après, le titre retrouve son niveau, les analystes intégrant désormais ce risque dans leurs prévisions, bien qu'il ne puisse être évalué avec précision en raison des procès en cours. À titre conservatoire, nos analystes estiment aujourd'hui à 7 € par titre le risque amiante pour Saint-Gobain, montant qui est intégré dans le calcul de notre *fair value*.

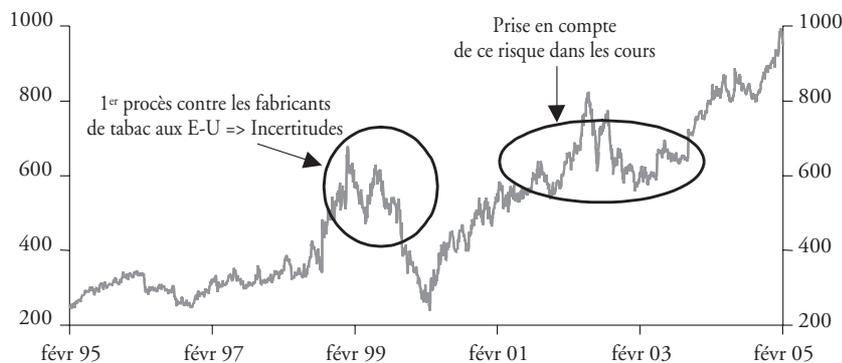
#### *Exemple n° 2 - Risque sociétal pour British American Tobacco*

Les poursuites judiciaires se sont multipliées pour l'ensemble des fabricants de tabac depuis dix ans en raison de la pression grandissante des consommateurs liée aux risques du tabagisme. En 1998, les fabri-



cants de tabac avaient signé un accord pour verser 206 Md\$ sur vingt-cinq ans afin de compenser les dépenses de santé occasionnées par le tabagisme (le gouvernement américain a été débouté, en février 2005, de sa demande de remboursement de 280 Md\$). Les risques de procès semblent complètement intégrés dans les cours de Bourse des sociétés de tabac depuis trois ans.

**Graphique n° 3**  
**British American Tobacco - Cours de Bourse sur huit ans**



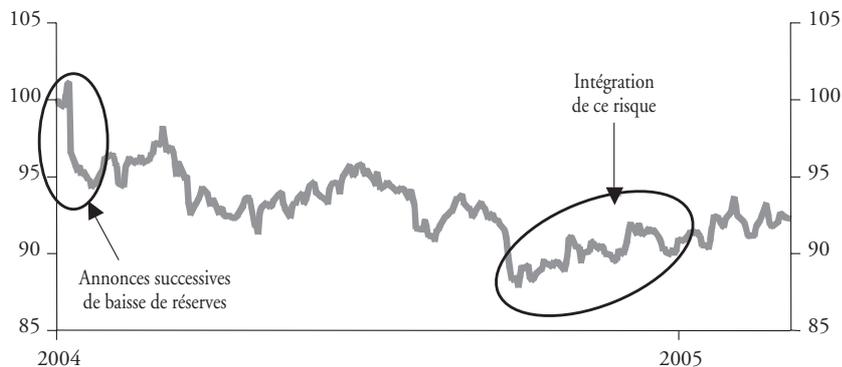
Source : SG Equity Research.

5

*Exemple n° 3 - Risque de gouvernement d'entreprise chez Royal Dutch Shell*

Le risque de gouvernement d'entreprise se présente également au niveau de l'ensemble des sociétés et se traduit par une défiance vis-

**Graphique n° 4**  
**Cours de Bourse de Royal Dutch relatif à l'indice MSCI Pétrole et gaz**



Source : SG Equity Research.



à-vis de celles dont la transparence semble limitée. Ainsi, le groupe Royal Dutch Shell a été pénalisé en 2004 en raison des déceptions sur ses réserves prouvées (annonces successives de baisse de celles-ci). L'objectif d'un bon gouvernement d'entreprise est d'améliorer les processus de décision et de transparence via des contrôles et un *reporting* interne.

*L'HARMONISATION DES APPROCHES  
DÉVELOPPEMENT DURABLE RESTENT  
À METTRE EN ŒUVRE*

*La notion de pays demeure importante*

Les sensibilités de chaque pays au développement durable sont très différentes d'un pays à l'autre. Ainsi, si la comparaison entre les multinationales peut se révéler satisfaisante, à l'opposé, la comparaison entre les sociétés nationales implantées dans des pays européens peut s'avérer difficile en raison de ces différences. Les sociétés anglaises auront une forte sensibilité au gouvernement d'entreprise et peut-être une faiblesse relative dans le social. Les sociétés allemandes développeront probablement une sensibilité environnementale, alors que le gouvernement d'entreprise demeure un sujet sur lequel des progrès restent à accomplir. Cependant, l'obligation de séparer les pouvoirs entre le président et le directeur général en Allemagne sera bien accueillie dans le monde ISR, alors que les sociétés françaises n'y sont pas contraintes.

*La notion de secteur d'activité est primordiale*

La notion de développement durable est variable suivant les secteurs économiques, avec une prépondérance de l'environnement dans l'industrie, le social/sociétal concernant plutôt les sociétés de services.

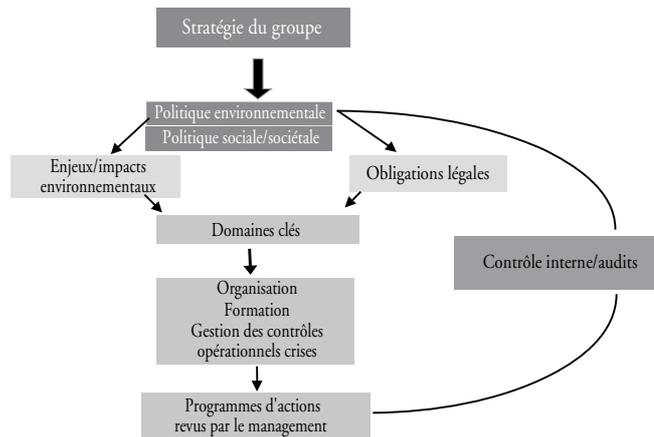
*La prévention : un outil de gestion du risque*

Depuis quelques années, les grands groupes internationaux ont développé une stratégie pour faire face aux risques liés au développement durable. Leur objectif a été de déterminer les enjeux du développement durable et d'allouer des moyens adéquats. D'où la mise en place de systèmes de management sur le modèle de celui-ci présenté au graphique n° 5.

Compte tenu de l'amélioration des informations disponibles, il est aujourd'hui possible d'apprécier l'effort mis en œuvre pour promouvoir le développement durable parmi les grandes sociétés cotées.



### Graphique n° 5 Stratégie de management des risques liés au développement durable



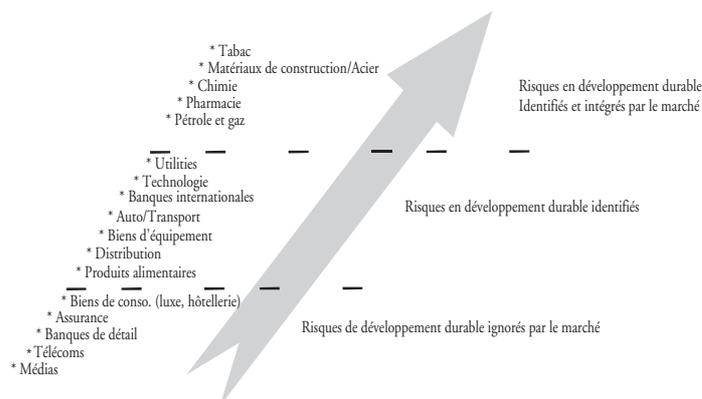
Source : SG Equity Research.

#### *Un type de risque diversement appréhendé par le marché*

L'intégration du risque lié au développement durable est très variable suivant les secteurs et pourrait se résumer comme suit : plus les risques se matérialisent, plus le marché va les intégrer dans son modèle de valorisation. Au total, pour certains secteurs comme le tabac, la construction, voire la pharmacie, ces risques sont intégrés au moins partiellement par le marché.

7

### Graphique n° 6 Anticipations par le marché des risques liés au développement durable



Source : SG Equity Research.

*ISR : RISQUES OU OPPORTUNITÉS  
POUR LA VALORISATION DES SOCIÉTÉS EUROPÉENNES*

Nous avons cherché à réconcilier le financier et l'extra-financier en calculant un impact potentiel du risque ISR sur la *fair value* des actions.

Nous avons tenté d'évaluer l'impact ISR potentiel sur les performances boursières. Les scores ISR soulignent les avantages/désavantages concurrentiels de chaque société par rapport à la moyenne sectorielle. Nous avons ensuite modélisé la sensibilité des bêta (sensibilité d'une action aux variations de marché) aux notations liées au développement durable (appelé score ISR).

*Le choix d'une méthode fondée sur le bêta*

Deux approches peuvent être utilisées pour calculer l'impact ISR sur le cours de Bourse d'une société :

- soit par l'identification du coût du risque avec une actualisation de cet impact au niveau financier (et donc sur le cours de Bourse à valorisation constante). Cette approche pose le problème de l'évaluation du coût réel des risques liés au développement durable. Or, si ceux-ci peuvent être identifiés, il est difficile de les quantifier avec précision ;

- soit par le coût du capital et les bêta (notion de risque intrinsèque), méthode que nous avons privilégiée, ce qui permet de travailler sur une perception du risque et de son évolution en fonction du score ISR, toutes choses étant égales par ailleurs.

Nous considérons que l'avantage concurrentiel ISR d'une société doit se refléter dans son bêta. Ainsi, si le score ISR est supérieur de x % à la moyenne sectorielle, nous réduisons le bêta appliqué de x %.

En d'autres termes, un bon score ISR se traduira par un risque moindre de la société dans le futur et donc par une baisse théorique de son bêta.

*Analyse des effets potentiels de la perception des risques ISR  
sur le cours de Bourse par le bureau de recherche SG*

*Calcul du score ISR : risques et horizons temporels*

Un score ISR est calculé pour chaque société à partir de données fournies par notre partenaire Innovest/CoreRatings *leader* mondial de la notation extra-financière. Cependant, nous retraitions ces données pour y appliquer notre propre système de pondération. Ce dernier est établi en fonction de deux critères : d'une part, l'importance des différents risques, suivant le secteur, et, d'autre part, la probabilité d'occurrence selon une échelle de temps :

Occurrence CT → plus forte pondération

Occurrence LT → plus faible pondération

Prenons l'exemple du secteur pétrolier : celui-ci étant très fortement touché par les problèmes liés à l'environnement, il va de soi que le coefficient de pondération sur ces risques sera plus élevé que celui lié aux risques sociaux/sociétaux ou de gouvernement d'entreprise. Cela ne signifie pas pour autant que ces groupes soient immuns aux autres catégories de risques (cf. Royal Dutch touché par un risque lié au gouvernement d'entreprise alors que le secteur est plus sensible aux paramètres environnementaux).

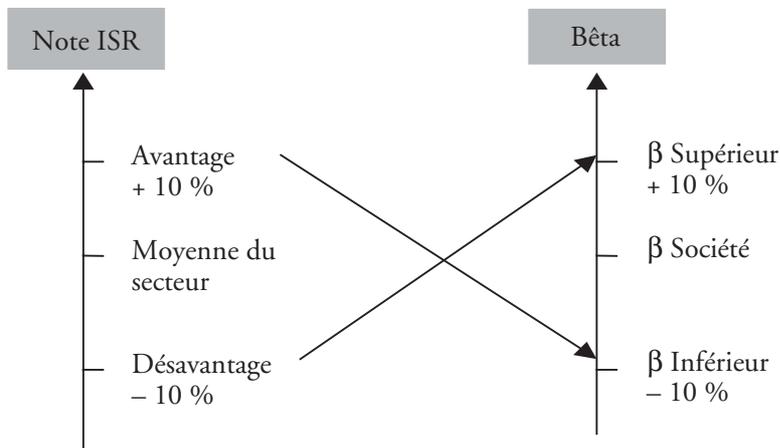
*Méthodologie du classement ISR par secteur*

Nous avons modélisé la sensibilité des bêtas aux scores ISR.

Nous considérerons donc qu'un score supérieur à la moyenne du secteur pourrait se traduire par une baisse du bêta.

Pour x % de score ISR en plus par rapport à la moyenne du secteur, on fait varier le bêta de x % en moins. En effet, un bon score ISR se traduira par un risque moindre de la société dans le futur, et donc par une baisse théorique de son bêta. Inversement, un mauvais score ISR pourrait se traduire par une augmentation du risque de la société, exprimée par un bêta théorique plus élevé.

**Graphique n° 7**  
**Sensibilité du bêta au score ISR**



Source : SG Equity Research.

Nous avons adopté une méthode de *best in class* ou meilleure société du secteur en mettant en perspective la proportionnalité entre la note ISR obtenue et la sensibilité du cours de Bourse aux variations de marché avec la modélisation suivante :

*Mesure de l'impact sur la « fair value »*

Pour déterminer quel sera l'impact des risques ISR sur la *fair value*, nous travaillons toutes choses égales par ailleurs.

Partons du modèle DDM (Dividend Discounted Model) :

$$\text{Si on suppose que la } fair\ value\ FV = \frac{D}{i-g}$$

avec  $D$  = dividendes ;

$i$  = le taux de rentabilité des capitaux propres ;

$g$  = taux de croissance des dividendes ;

et  $i$  = taux sans risque +  $\beta \times$  (prime de risque).

Selon la méthode SG, nous avons aujourd'hui : taux sans risque = 3,79 % et prime de risque = 4,78 % calculé par notre bureau d'étude Société Générale.

Nous pouvons (en supposant  $D$  constant) calculer une  $FV'$  qui prenne en compte notre hypothèse de variation du  $\beta$  due à l'impact ISR :

$$FV' = \frac{D}{i'-g}$$

avec  $i'$  = taux sans risque +  $\beta' \times$  (prime de risque).

Le  $\beta'$  correspond à notre nouveau bêta obtenu à partir du score ISR de la société.

La sensibilité des risques ISR sur le cours de Bourse, qui se traduit par une variation du bêta de la société, peut s'exprimer ainsi :

$$\frac{FV'}{FV} = \frac{\frac{D}{i'-g}}{\frac{D}{i-g}} \Leftrightarrow FV' = FV \times \frac{i-g}{i'-g}$$

*Classement par secteur*

Nous avons travaillé sur un univers de 200 valeurs en 15 secteurs dont les problématiques de développement durable nous semblaient similaires. Nous avons accordé à chacun des secteurs une pondération différente suivant l'importance du type de risque (environnemental, social/sociétal et gouvernement d'entreprise) en nous basant sur une estimation des risques pouvant affecter le cours de Bourse. Le risque le plus important est pondéré à 25 %, puis ces pondérations sont dégressives jusqu'à 5 %. La transparence des comptes et l'indépendance des administrateurs influent directement sur le score gouvernement d'entreprise.

Ces relations sont résumées dans le tableau n° 1 ci-dessous.

**Tableau n° 1**  
**Pondération des risques par secteur**  
(en %)

	Environnement		Sociétal		Ressources humaines		Gouv. d'entreprise	
	Utilisation ress. nat.	Climat	Droits de l'Homme	Sécurité produits	Conditions de travail	Recru- tement	Position stratégique	Éthique/ Transpa- rence
Pétrole	25 %	20 %	10 %	5 %	1 %	5 %	5 %	20 %
Chimie	20 %	15 %	5 %	25 %	10 %	5 %	10 %	10 %
Matériaux/ BTP/Acier	25 %	20 %	10 %	15 %	10 %	5 %	5 %	10 %
Biens d'équipement	25 %	5 %	10 %	20 %	15 %	5 %	10 %	10 %
Auto/ Transport	15 %	20 %	5 %	25 %	10 %	5 %	10 %	10 %
Biens de consommation	10 %	5 %	5 %	10 %	10 %	25 %	20 %	15 %
Médias	5 %	5 %	15 %	5 %	10 %	10 %	20 %	30 %
Distribution	5 %	5 %	5 %	25 %	20 %	10 %	10 %	20 %
Pharmacie	10 %	5 %	5 %	20 %	10 %	15 %	10 %	25 %
Banques internationales	5 %	5 %	5 %	10 %	5 %	15 %	20 %	35 %
Banques de détail	5 %	5 %	5 %	10 %	10 %	20 %	15 %	30 %
Assurances	5 %	15 %	5 %	10 %	5 %	10 %	20 %	30 %
Technologie	10 %	5 %	5 %	5 %	1 %	25 %	15 %	25 %
Opérateurs télécoms	5 %	5 %	5 %	5 %	10 %	20 %	15 %	35 %
Utilities	20 %	25 %	10 %	10 %	5 %	5 %	5 %	15 %
Moyenne	12 %	9 %	5 %	14 %	9 %	11 %	13 %	27 %

Source : SG Equity Research.

À titre d'exemple, l'environnement nous semble un facteur majeur pour le secteur pétrolier et peut avoir un impact sur le cours de Bourse, alors qu'un impact potentiel sur les cours de Bourse du critère environnement semble négligeable pour les banques. Ces dernières verront leurs cours de Bourse théoriquement plus affectés par le *corporate governance*.

Nous avons classé les sociétés par secteur, à partir des critères du développement durable, selon trois catégories :

- sensibilité principale à l'environnement ;
- sensibilité principale aux facteurs humains (social/sociétal) ;
- sensibilité principale au gouvernement d'entreprise.

À titre d'exemple, nous publions ci-dessous les impacts que nous avons calculés pour le secteur européen des *utilities* :

**Tableau n° 2**  
**Impact du développement durable sur le cours de Bourse**

Données au 05/04/05	Mon.	Cours	Fair Value	Recommandation	Bêta	Score ISR	% moyenne	Nouveau Bêta	Impact boursier
Centrica	p	237,3	280,0	Achat	0,9	764	123 %	0,7	24 %
ENEL	€	7,4	7,2	Vendre	0,7	726	117 %	0,6	15 %
Veolia Environnement	€	28,0	34,0	Achat	1,0	715	115 %	0,9	15 %
Scottish Power	p	415,5	385,0	Vendre	0,7	695	112 %	0,6	10 %
Suez	€	21,0	25,0	Achat	1,0	665	107 %	0,9	6 %
Endesa	€	17,4	16,0	Conserver	1,1	605	97 %	1,1	- 2 %
RWE	€	46,9	50,0	Achat	0,7	594	95 %	0,7	- 4 %
Scottish & Southern En.	p	893,5	725,0	Vendre	0,5	580	93 %	0,6	- 5 %
Iberdrola	€	20,5	23,0	Achat	0,7	563	90 %	0,7	- 7 %
Electrabel	€	350,5	335,0	Vendre	1,0	554	89 %	1,1	- 9 %
Gas Natural	€	22,3	24,0	Achat	0,5	553	89 %	0,6	- 8 %
E.ON	€	66,7	75,0	Achat	0,7	459	74 %	0,8	- 17 %
Moyenne					0,8	623			- 2 %

Sources : SG Equity Research & CoreRatings.

Nous avons ainsi tenté de mettre en avant l'impact boursier potentiel sur le cours des sociétés analysées à partir d'une analyse purement ISR. Cette approche nous permet de mettre en place une grille de lecture du risque ISR sur l'ensemble des secteurs. Pour les analystes tout comme pour les gérants qui s'intéressent à ce sujet, c'est un outil d'appréciation du risque sous-jacent des éléments liés au développement durable.