

# Active is : Gérer les risques extrêmes au travers d'un investissement ESG intégré actif

De récentes données mises en avant dans la présente étude expliquent pourquoi la gestion active des risques ESG extrêmes peut contribuer à générer des performances d'investissement durables sur l'ensemble d'un cycle de marché.

*« Le contrôle d'une grande partie du monde réel provient tout autant des "extrémités" des courbes de distribution que des moyennes : des exceptions plutôt que des équilibres, des catastrophes plutôt que des évolutions progressives... Nous devons sortir du carcan de la pensée "moyenne". »*

Philip Anderson,  
Prix Nobel de physique, 1997

## Contact principal

### Dr Steffen Hörter

Responsable ESG Monde

Allianz Global Investors GmbH

Bockenheimer Landstrasse 42

D-60323 Francfort-sur-le-Main, Allemagne

Téléphone : +49 - (0) 69 - 24431 - 7704

Portable : +49-(0) 160 - 586 - 3302

E-mail : [steffen.hoerter@allianzgi.com](mailto:steffen.hoerter@allianzgi.com)

## Points clés

- Les facteurs ESG interviennent le plus souvent lorsqu'un portefeuille s'oriente à la baisse, pas à la hausse.
- La capacité à éviter les fortes chutes des portefeuilles entraînées par les risques ESG contribue à obtenir des performances ajustées du risque de meilleure qualité sur l'ensemble du cycle de marché.
- Alors que l'accent placé sur les risques ESG extrêmes est important, le simple fait d'éviter les risques ESG n'est pas une formule magique pour réussir ses investissements.
- Une analyse propriétaire des risques et des rendements ESG intrinsèques est essentielle, étant donné que pratiquement aucun critère ESG n'est « tout noir » ou « tout blanc », mais qu'on observe plutôt des « nuances de gris ».
- Il faut prendre des précautions significatives pour s'appuyer sur des notations ESG externes.
- La performance des indices d'investissement ESG est souvent dictée par des changements de facteurs non désirés.
- Les stratégies indicelles ESG passives et qui s'appuient sur des règles peuvent être remises en question.
- L'investissement ESG intégré actif semble bien positionné pour tirer parti d'opportunités d'alpha composé sur le long terme.
- Bien que l'effet sur les performances de l'engagement actif aux côtés des entreprises et de l'exercice du droit de vote soit difficile à quantifier à court terme, des données solides montrent qu'il ajoute de la valeur à moyen terme.

# Sommaire

- 1** Points clés
- 3** Introduction
- 3** Notre cadre de risque ESG
  - 4 Risque ESG macro
  - 4 Risque ESG sectoriel
  - 5 Risque ESG d'émetteur
  - 6 Risque ESG de portefeuille
  - 6 Risque ESG réglementaire
- 7** Trois hypothèses d'investissement
- 7** L'analyse ESG quantitative
- 7** Résultats
- 10** Conclusion : la gestion active est primordiale en matière d'investissement ESG

# Risques ESG extrêmes

## À propos de cette étude

Notre étude apporte des éléments probants sur trois axes d'analyse ESG. Premièrement, nous étudions l'importance des facteurs ESG en matière de risque plutôt que de rendement. Ensuite, nous analysons le prisme que les investisseurs doivent adopter pour observer les risques ESG de portefeuille qui affectent la performance de leurs investissements. Enfin, nous évoquons la valeur ajoutée de l'actionnariat actif au travers de l'engagement auprès des entreprises et de l'exercice du droit de vote.

## Introduction

Les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) sont de plus en plus considérés comme des éléments essentiels de la réussite ou de l'échec des entreprises. Les investisseurs prêtent eux aussi davantage d'attention aux facteurs ESG, car leur intégration aux décisions d'investissement peut contribuer à gérer les risques et à favoriser des performances à long terme plus durables. Certains législateurs, notamment ceux de l'Union européenne, prévoient même d'imposer à tous les fonds de gérer le risque ESG à l'avenir.

Avec ces nouvelles recherches, nous souhaitons répondre aux grandes questions que les investisseurs se posent sur l'intégration des facteurs ESG :

- Les facteurs ESG interviennent-ils le plus souvent en relation avec le risque baissier ?
- L'amélioration des facteurs ESG permet-elle d'augmenter la valeur d'un portefeuille ?
- Des règles d'investissement fiables existent-elles, comme l'orientation des portefeuilles en faveur de notations supérieures des risques ESG ?

### Si oui

Les investisseurs doivent-ils se concentrer sur ces stratégies ESG passives ?

### Si non

Y a-t-il des preuves que l'investissement actif offre un meilleur potentiel de performance ESG à long terme ?

## Notre cadre de risque ESG

Risque ESG	Macro	Secteur	Portefeuille (portée du présent document)	Émetteur
Répercussions financières	Perte de produit intérieur brut (PIB)	Dévaluation sectorielle	Risque extrême de portefeuille	Révisions du BPA Dégradation de la solvabilité
Modélisation	Modèles économétriques ESG étendus/Modèles ESG d'évaluation intégrée	Cadre d'importance sectorielle ESG (SASB <sup>1</sup> )	Modélisation du risque de portefeuille ESG (extrême)	Modèles de DCF <sup>2</sup> ESG étendus ESG dans les notations de crédit
Exemples concrets	PIB menacé par le changement climatique	Perte de valeur du secteur du charbon	Stress tests sur le prix du carbone	Presse quotidienne
Risque ESG réglementaire (c.-à-d., contentieux liés aux questions ESG, fiscalité et commerce du CO2)				
S'applique à presque toutes les classes d'actifs				

<sup>1</sup> Sustainability Accounting Standards Board

<sup>2</sup> Discounted Cash Flow (Flux de trésorerie actualisés)

### Remarque :

Un événement extrême est un événement très exceptionnel et grave susceptible d'avoir des répercussions sur les marchés financiers dans leur ensemble ou sur des classes d'actifs spécifiques. Un risque extrême fait généralement référence à un événement extrême qui a un effet négatif sur le marché.

## Risque ESG macro

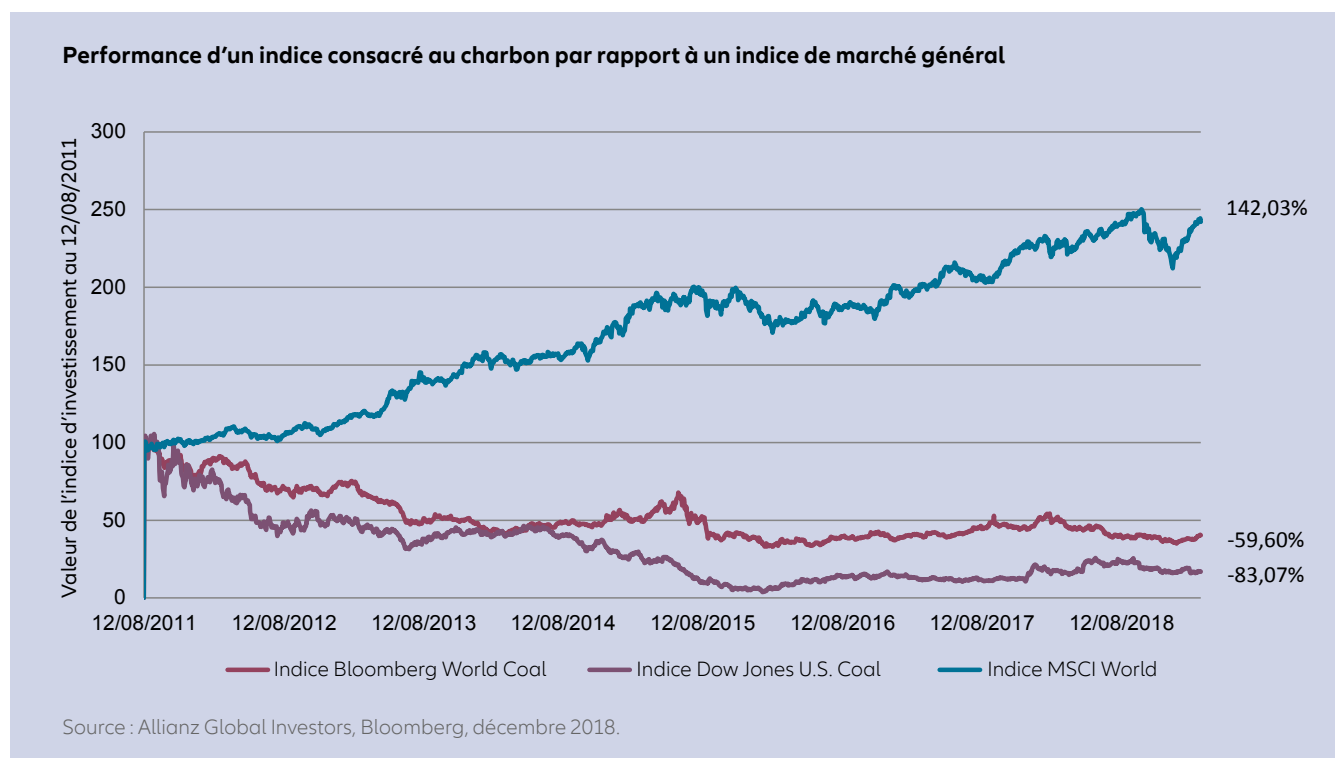
C'est le risque économique issu d'événements politiques ou systémiques de longue durée liés à des caractéristiques environnementales, sociales ou de gouvernance négatives, susceptible d'avoir des répercussions généralisées et sur plusieurs secteurs. Les études de précurseurs comme les lauréats du prix Nobel W. Nordhaus et P. Romer, qui ont évoqué les effets de l'innovation et du changement climatique sur l'économie mondiale (2018) en sont un exemple. Ils se sont notamment concentrés sur l'intégration du changement climatique et de la technologie parmi les facteurs de croissance endogène. Parmi les autres exemples figurent les discussions d'AllianzGI pour expliquer comment [accélérer la croissance économique grâce au développement durable](#), en quoi le système fiscal peut transformer les inégalités (Happe, 2019), et dans quelle mesure les facteurs ESG pourraient jouer un rôle dans la transition des marchés émergents vers des revenus élevés.



Pour plus d'informations, consultez nos études [1. Être prêt pour la réglementation ESG 2. Accélérer la croissance grâce au développement durable](#). Tout investissement comporte des risques. La valeur des titres et les revenus générés sont susceptibles d'évoluer à la hausse comme à la baisse et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant initialement investi. La performance passée ne constitue pas un indicateur fiable de la performance future.

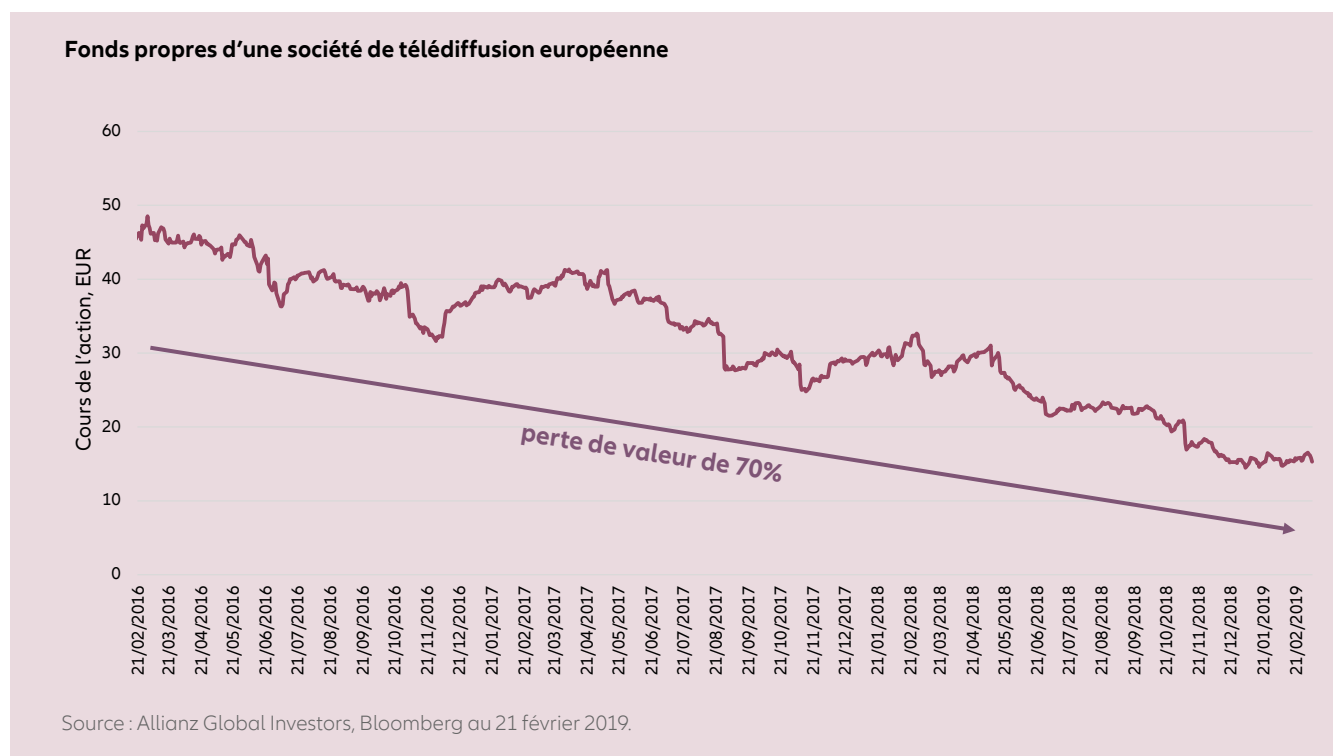
## Risque ESG sectoriel

C'est le risque issu de variations défavorables des performances générales du secteur en raison de caractéristiques ESG systématiques ou de tendances ESG à long terme. Par exemple, le risque environnemental inhérent à l'extraction du charbon, le risque social lié aux fabricants d'armes ou le risque de gouvernance du secteur minier.

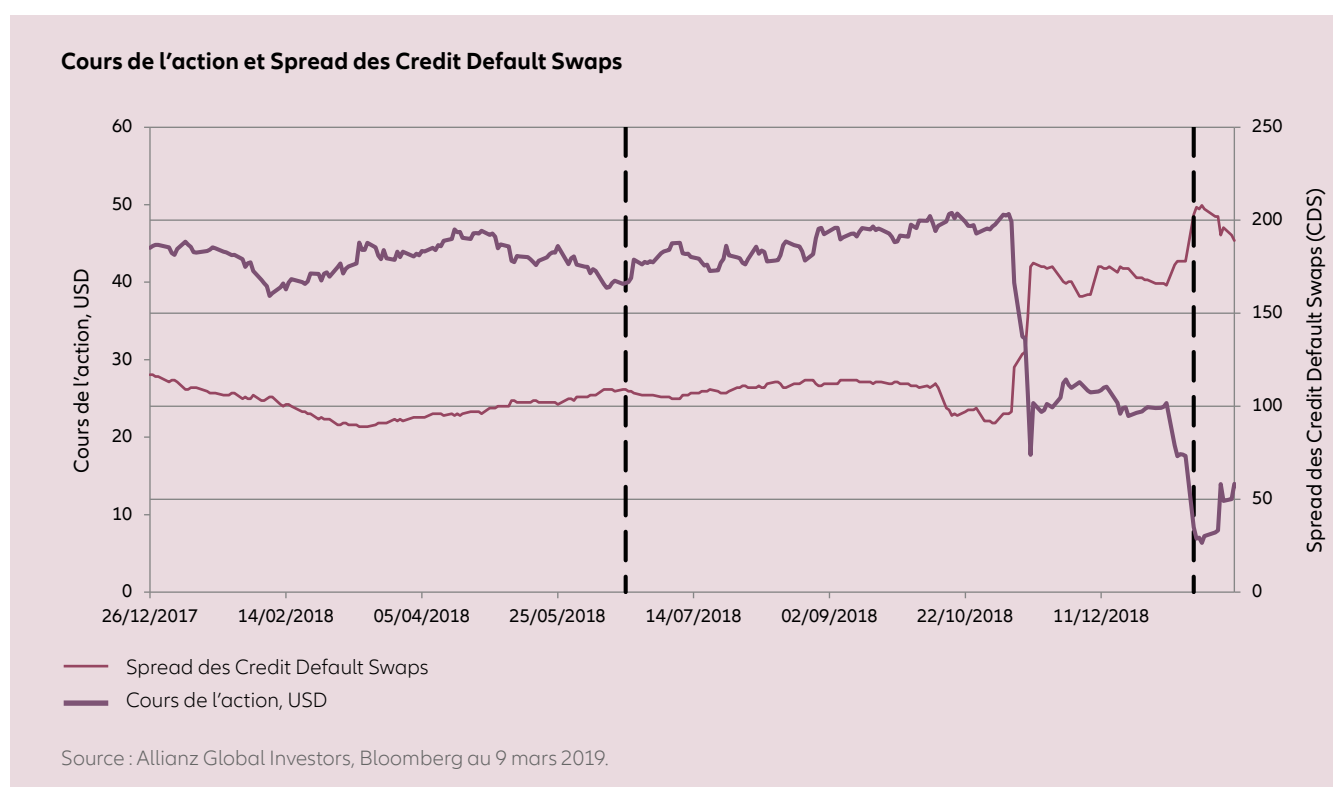


### Risque ESG d'émetteur

C'est le risque de baisse des performances financières d'une société en raison de son positionnement ESG absolu ou relativement négatif par rapport à son secteur. C'est le profil de risque ESG qui est le plus simple à améliorer par la diversification. Il doit également être analysé du point de vue du couple rendement/risque. Par exemple, les problèmes de gouvernance récemment rencontrés par une société de télédiffusion européenne ou les risques physiques liés au climat d'un fournisseur d'électricité.



Autre exemple : Un producteur d'électricité qui a déposé le bilan en raison d'un risque physique lié au climat



### Risque ESG de portefeuille

C'est le risque ESG de portefeuille total issu des participations sous-jacentes et de leurs caractéristiques ESG cumulées. En d'autres termes, à quel point le couple rendement/risque d'un portefeuille est-il affecté par la somme des profils ESG des participations, compte tenu de la concentration et de la diversification du risque ESG ? Sur le plan quantitatif, il est par exemple possible de définir le risque extrême des portefeuilles à l'aide de la Valeur à risque (conditionnelle) et de la perte maximum du portefeuille. Il est essentiel d'analyser les effets potentiels des risques ESG de perte extrême sur la performance d'un portefeuille.

Le tableau ci-dessous montre la pertinence du risque ESG en s'appuyant sur l'exemple de portefeuilles d'actions concentrés avec 30, 50 et 100 participations. Nous analysons le temps de récupération nécessaire pour chaque portefeuille selon différentes hypothèses.

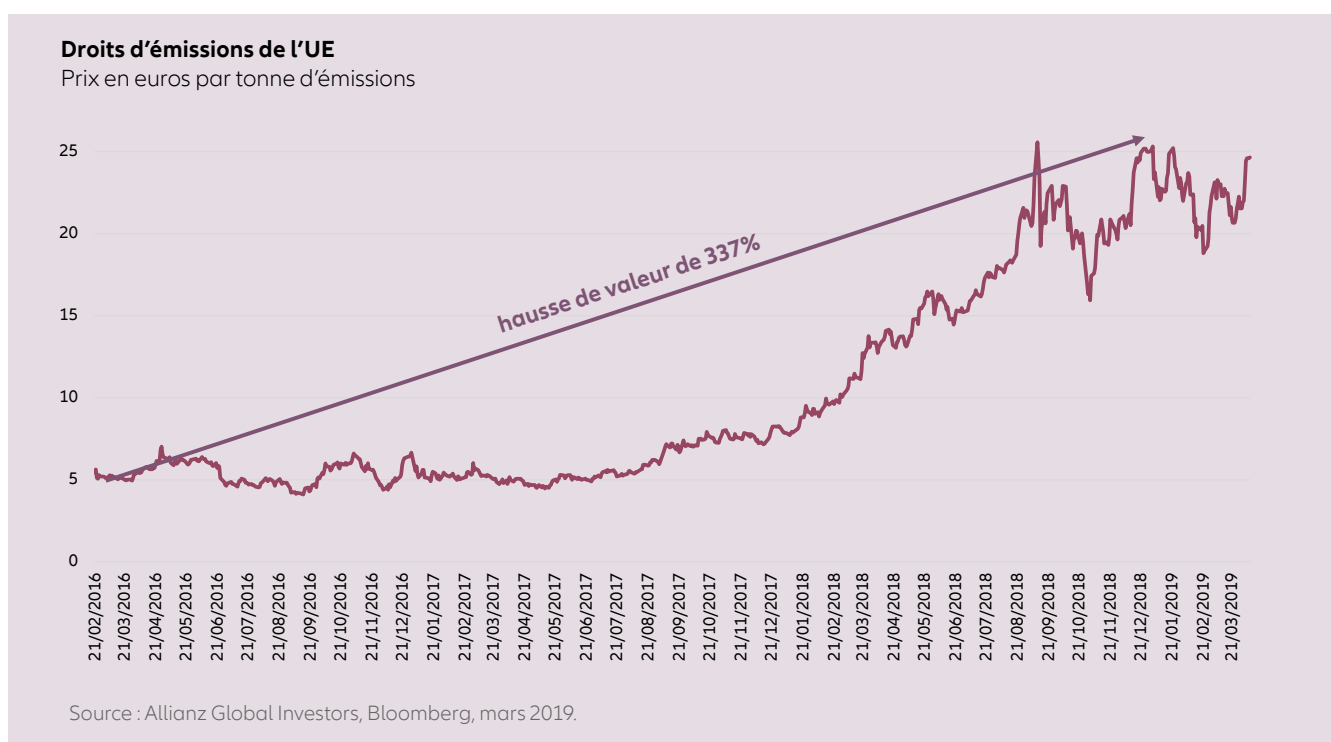
**Grille de lecture :** pour un portefeuille composé de 30 participations, une perte de 70% pour une seule position, par exemple en raison d'un risque ESG d'entreprise spécifique, impacte lourdement la performance. Il faut près d'un semestre au portefeuille, c.-à-d. 177 jours, pour retrouver sa valeur initiale, sous réserve d'un retour à la moyenne.

Exemple : Portefeuille d'actions concentré	Performance annuelle supposée du portefeuille de 5%		
	Nombre de positions affectées		
Perte de 70%	1	2	3
<b>30 participations en portefeuille</b>	976,67 €	953,33 €	930,00 €
% de perte	2,33%	4,67%	7,00%
Durée nécessaire pour retrouver une performance annuelle de 5%	177 jours	358 jours	543 jours
<b>50 participations en portefeuille</b>	986,00 €	972,00 €	958,00 €
% de perte	1,40%	2,80%	4,20%
Durée nécessaire pour retrouver une performance annuelle de 5%	105 jours	212 jours	321 jours
<b>100 participations en portefeuille</b>	993,00 €	986,00 €	979,00 €
% de perte	0,70%	1,40%	2,10%
Durée nécessaire pour retrouver une performance annuelle de 5%	53 jours	105 jours	159 jours

Valeur d'actif net initiale du portefeuille de 1 000 €. Cet exemple hypothétique est présenté exclusivement à titre d'illustration. Les chiffres sont fournis exclusivement à titre d'illustration et ne constituent pas une indication des performances passées ou futures d'un quelconque produit ou service d'investissement d'AllianzGI.

### Risque ESG réglementaire

C'est un risque stratégique pour une entreprise en raison de modifications gouvernementales, réglementaires ou légales. Par exemple, une société contrainte de revoir à la baisse ses prévisions de résultat en raison de dépenses inattendues liées à une hausse de la fiscalité et du coût du carbone (comme indiqué ci-dessous), ce qui peut avoir des répercussions négatives directes sur ses bénéfices.



## Trois hypothèses d'investissement

Nous estimons que l'importance financière doit figurer au rang des priorités lors de l'évaluation des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance. Pour comprendre en quoi l'importance des facteurs ESG et des risques extrêmes compte pour les stratégies de portefeuille, nous cherchons à savoir si des stratégies ESG simplement fondées sur des règles sont payantes ou si une approche entièrement active de l'investissement ESG est plus prometteuse. Nous nous penchons fondamentalement sur trois hypothèses d'investissement :

1. Les facteurs ESG ne permettent pas d'augmenter la valeur d'un portefeuille, mais définissent uniquement l'exposition à des risques baissiers
2. Il est plus pertinent de trouver un bon compromis risque/rendement sur une participation dont la notation du risque ESG est faible que de privilégier simplement les entreprises affichant de bons scores ESG
3. Nos recherches en matière d'investissement durable confirment le bien-fondé de la gestion active

## L'analyse ESG quantitative

Pour pouvoir répondre à ces questions (en quoi les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance sont-ils susceptibles d'affecter le risque et les performances d'un portefeuille ?), nous analysons les performances d'investissement passées de portefeuilles européens et mondiaux de 2008 à 2018, rééquilibrées selon les notations ESG de MSCI. Nous partons des principaux indices d'actions mondiaux et européens, et nous classons leurs composantes selon leurs scores ESG totaux, indépendamment de leur secteur.

Nous construisons ensuite dix portefeuilles auxquels les composantes ainsi classées sont allouées.

L'allocation des composantes est déterminée en fonction du score ESG du titre :

- le premier (premiers 10%) portefeuille comprend les titres aux scores ESG les plus élevés
- le dixième (derniers 10%) portefeuille comprend les titres aux scores ESG les plus faibles.

Les titres au sein d'un portefeuille sont ensuite pondérés en fonction de la capitalisation boursière. **Nos conclusions montrent que le risque ESG peut signaler une perte financière importante.**

Nos recherches ont pour but de compléter les travaux axés sur la pertinence des facteurs ESG pour les performances financières et d'investissement (Krueger, 2015, Bank of America Merrill Lynch, 2018), mais aussi sur le rôle des facteurs ESG en tant qu'indicateur de risque (Dunn, et al., 2018, Nofsinger, et al., 2018). Nous cherchons également à compléter les études qui montrent la valeur ajoutée de l'engagement auprès des entreprises (Dimson, et al., 2018, Hoepner, et al., 2018) et à expliquer plus en détail les conséquences sur les investissements des notations ESG (Bernstein, 2018).

## Résultats

1. Les facteurs ESG ne permettent pas d'augmenter les performances moyennes d'un portefeuille, mais définissent essentiellement l'exposition à des risques baissiers

Pour cette hypothèse, notre objectif est d'évaluer si des portefeuilles systématiquement tournés vers les meilleurs élèves sur le plan ESG pourraient, en moyenne, obtenir des performances supérieures à celles des portefeuilles reprenant les moins bons élèves en la matière. Nos découvertes sont, dans l'ensemble, conformes aux autres conclusions d'études universitaires : les facteurs ESG à eux seuls ne génèrent pas un delta de performance positif (Humphrey, et al., 2012). Cependant, nous avons appris qu'il existe une relation entre le profil ESG d'un portefeuille et son exposition aux risques de volatilité, tel qu'indiqué dans le tableau ci-dessous. Ceci ne reflète toutefois pas de façon adéquate le risque de baisse, ce que nous évoquons plus tard dans cet article lorsque nous abordons les concepts de perte maximum et de value-at-risk.

Classement ESG	Portefeuilles A Europe	Portefeuilles A Monde	Portefeuilles B Europe	Portefeuilles B Monde	Portefeuilles C Europe	Portefeuilles C Monde
Écart type	0,00164** (3,62)	0,0000301 (0,09)	0,00207*** (5,15)	-0,000278 (-1,75)	0,00243** (3,89)	0,000295 (0,91)
Alpha	-0,000141 (-0,69)	0,000147 (1,97)	-0,000208 (-1,39)	0,000180 (1,59)	-0,000267 (-1,03)	0,000133 (1,13)
Bêta	0,00903 (0,87)	-0,000552 (-0,10)	0,0204 (2,06)	-0,00660 (-1,32)	0,0209 (1,83)	0,00236 (0,43)

Les statistiques t sont entre parenthèses; \* p < 0,05, \*\* p < 0,01, \*\*\* p < 0,001

## 2. Il est plus important d'éviter les titres avec un score ESG faible pour optimiser les rendements des portefeuilles que de privilégier les entreprises affichant de bons scores ESG.

Alors qu'un grand nombre de recherches ont tenté d'examiner les différences entre les portefeuilles absolus selon une approche manichéenne rigide, nous proposons d'inverser le point de vue des investisseurs pour comparer le couple rendement/risque d'un investissement ESG par rapport à un indice de référence. Nous avons découvert que tous les portefeuilles, à l'exception des moins bien notés, affichent un profil de risque comparable à l'indice de référence, tandis que la tranche inférieure est très différente, ce qui peut indiquer un risque ESG extrême.

Selon nous, le risque ESG ne se résume pas au risque moyen, mais est plutôt lié à des événements extrêmes, qui d'un point de vue financier ont des répercussions importantes pour un investissement et qui trouvent leur origine dans les facteurs ESG. Il s'agit d'un point important à prendre en compte, comme en témoigne cette citation de Myron Scholes : « L'optimisation des performances tient davantage à l'atténuation des pertes extrêmes et à la participation aux gains extrêmes ».

Nos recherches nous ont permis de confirmer combien il est important d'intégrer les facteurs ESG dans la couverture contre le risque extrême, dès lors qu'un portefeuille mal classé en matière d'ESG n'indique pas particulièrement une variation des performances moyennes (« skewness »). Cependant, un portefeuille mal classé en matière d'ESG peut très bien signaler une distribution beaucoup plus large des performances (kurtosis), et donc être plus risqué.

Classement ESG	Portefeuilles A Europe	Portefeuilles A Monde	Portefeuilles B Europe	Portefeuilles B Monde	Portefeuilles C Europe	Portefeuilles C Monde
Skewness	-0,00925	-0,0520**	-0,0397	-0,0340*	-0,0421	-0,0406
	(-0,23)	(-3,39)	(-1,26)	(-2,67)	(-1,20)	(-1,67)
Kurtosis	0,240	0,296*	0,370*	0,0271	0,512*	0,272*
	(1,34)	(2,96)	(2,49)	(0,89)	(2,35)	(2,84)
Bêta	0,00903	-0,000552	0,0204	-0,00660	0,0209	0,00236
	(0,87)	(-0,10)	(2,06)	(-1,32)	(1,83)	(0,43)

Les statistiques t sont entre parenthèses ; \*  $p < 0,05$ , \*\*  $p < 0,01$ , \*\*\*  $p < 0,001$

L'alpha désigne la surperformance d'investissement moyenne ( $\alpha$ ) des 10 portefeuilles construits à partir du modèle à quatre facteurs de Carhart pour chaque univers d'investissement.

Le bêta désigne le bêta moyen du marché ( $\beta_{mkt}$ ) des 10 portefeuilles construits à partir de chaque univers d'investissement.

Le kurtosis est une mesure de la pondération totale des extrémités d'une distribution par rapport aux valeurs centrales de la distribution des performances.

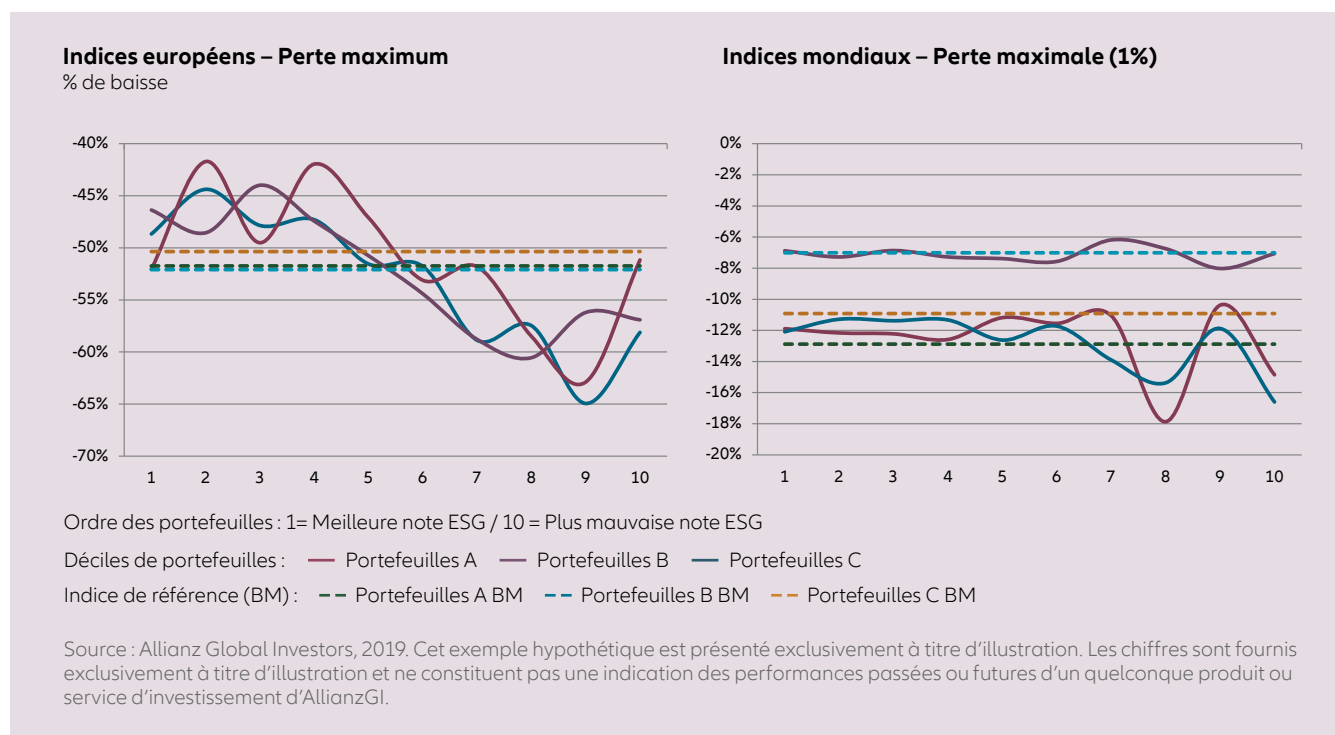
Le skewness correspond au degré de distorsion par rapport à la courbe en cloche symétrique d'un ensemble de données de performances.

L'écart type est la mesure de la dispersion d'un ensemble de données par rapport à sa moyenne. Il correspond à la racine carrée de la variance.

Les données sur les facteurs proviennent des bases de données de Kenneth French : [http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html). Toutes les erreurs restantes nous sont imputables.



Pour parvenir à une conclusion plus précise, il est essentiel de comprendre le risque négatif. C'est pourquoi nous avons examiné dans quelle mesure l'aversion pour les portefeuilles aux notes faibles est payante. Quels sont les dommages financiers supplémentaires qui surviennent à la suite des événements les plus défavorables (1% des événements les plus négatifs) ? Jusqu'où un portefeuille chute-t-il avant de retrouver son niveau (ce qu'on appelle la perte maximum) ?



### 3. Nos recherches en matière d'investissement ESG confirment le bien-fondé de la gestion active

La gestion active du risque ESG de portefeuille pourra se révéler une solution plus efficace pour un investisseur qui cherche à optimiser le couple rendement/risque de son investissement. Dès lors que nous n'observons aucune revalorisation, la simple orientation d'un portefeuille en faveur des meilleures notations ESG n'est pas payante. Dans le haut du classement, la prime pour les meilleures notations ESG ne semble pas particulièrement importante.

Notre analyse nous signale l'existence d'un fort risque baissier lié à l'exposition à des participations peu performantes en matière d'ESG. C'est pourquoi il est recommandé de s'attarder sur ces dernières, ce qui nécessite de déterminer ce qui constitue une véritable « torpille » ESG, qui ne génère pas forcément de performance positive, mais coûte des points à un portefeuille. Une stratégie passive, qui pondère certaines composantes selon une approche fondée sur des règles, n'est pas une bonne solution. Elle est susceptible soit d'exclure des sociétés potentielles qui accomplissent d'importants efforts ESG et d'éventuels gagnants de demain soit de récompenser ceux qui peuvent sembler être les meilleurs élèves ESG mais qui ne représentent pas un réel intérêt financier.

**« Le risque extrême d'hier est proche du scénario central d'aujourd'hui. »**

Mark Carney,  
Gouverneur de la Banque d'Angleterre

## Conclusion : la gestion active est primordiale en matière d'investissement ESG

Pour une bonne gestion du risque ESG de portefeuille, les investisseurs doivent garder un œil sur l'évolution des dynamiques ESG macroéconomiques et réglementaires, mais aussi sur les événements d'entreprises qui peuvent soudainement prendre une importance considérable, et impacter les risques ESG d'émetteur. Les stratégies d'investissement passif qui s'appuient sur des indices ESG supposent que le risque ESG peut être intégré à l'aide d'une formule d'orientation statique par rapport à un indice d'investissement, en s'appuyant sur les notations ESG d'un tiers. Nos recherches ont permis de découvrir qu'une telle approche peut être remise en cause. Tout d'abord, les méthodes de notations ESG diffèrent fortement d'un fournisseur à l'autre. Notre analyse montre une très faible corrélation entre les principaux fournisseurs de notations ESG pour le même univers d'investissement. En outre, nous avons observé que la surperformance des indices ESG par rapport aux indices de référence est davantage liée à une inclinaison factorielle involontaire qu'à une bonne sélection de titres.

C'est pourquoi nous souhaitons attirer l'attention sur le fait qu'en choisissant la gestion passive au détriment d'un fonds ESG actif, l'investisseur s'expose à des risques cachés non désirés : les biais factoriels et la forte dépendance à des notations provenant de tiers, qui peuvent signaler des opinions totalement opposées sur un même investissement selon les fournisseurs, peuvent avoir des répercussions inattendues.

Pour les lecteurs qui souhaitent en savoir plus sur cette analyse, une version longue sera disponible à l'automne 2019.

**Active is : Intégrer les facteurs ESG dans le but d'éviter les risques extrêmes de portefeuille susceptibles de plomber les performances ajustées du risque et les rendements cumulés à long terme. Nos recherches soulignent la nécessité d'éviter le mirage des stratégies passives ou orientées ESG. Les investisseurs qui les choisissent surpauvent en réalité pour une concentration de leurs actifs sans aucune justification en matière de performance.**

### Auteurs :

#### Dr Steffen Hörter, Responsable ESG Monde

Allianz Global Investors GmbH, Bockenheimer Landstrasse 42-44

60323 Francfort-sur-le-Main, Allemagne

Téléphone : +49 - (0)69 - 24431 - 7704

Portable : +49 - (0) 160 - 586 - 3302

E-mail : [steffen.hoerter@allianzgi.com](mailto:steffen.hoerter@allianzgi.com)

#### Glenn Oliver Anderson, Stratégie ESG mondiale

Allianz Global Investors GmbH, 199 Bishopsgate,

Londres, EC2M 3TY, Royaume-Uni

Téléphone : +44 20 3246 7226

E-mail : [ext.glenn.anderson@allianzgi.com](mailto:ext.glenn.anderson@allianzgi.com)

**References:**

- Bank of America Merrill Lynch, 2018. The ABC's of ESG, s.l.: Bank of America Merrill Lynch.
- Bernstein, 2018. Sustainable Investing: Don't Let ESG Scores Hijack Your Portfolio, s.l.: s.n.
- Dimson, E., Karakas, O. & Li, X., 2018. Coordinated Engagements. Working Paper.
- Dunn, J., Fitzgibbons, S. & Pomorski, L., 2018. Assessing Risk Through Environmental, Social and Governance Exposures. *Journal of Investment Management*, 16(1), pp. 4-17.
- Happe, K., 2019. Tackle inequality by transforming the tax system. [Online]  
Available at: <https://www.allianzgi.com/en/insights/investment-themes-and-strategy/tackle-inequality-by-transforming-the-tax-system>
- Hoepner, A. et al., 2018. ESG Shareholder Engagement and Downside Risk. Working Paper.
- Humphrey, J. E., Lee, D. D. & Shen, Y., 2012. The independent effects of environmental, social and governance initiatives on the performance of UK firms. *Australian Journal of Management*, 2(135-151), p. 37.
- Krueger, P., 2015. Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, Volume 115, pp. 304-329.
- Nobel, T. C. f. t. P. i. E. S. i. M. o. A., 2018. Economic Growth, Technological Change, and Climate Change, Stockholm: The Royal Swedish Academy Of Sciences.
- Nofsinger, J. R., Sulaeman, J. & Varma, A., 2018. Institutional Investors and Corporate Social Responsibility. Working Paper.

**Tout investissement comporte des risques.** La valeur et le revenu d'un investissement fluctueront et l'investisseur n'est dès lors pas assuré de récupérer le capital investi. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Le présent document constitue une communication marketing. Le présent document n'est fourni que pour information. Le présent document ne constitue pas des conseils d'investissement ni une recommandation d'achat, de vente ou de détention d'un quelconque titre et ne sera pas considéré comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre de vente d'un quelconque titre.

Les idées et opinions exprimées dans le présent document, susceptibles d'évoluer à tout moment, sont celles d'Allianz Global Investors Europe GmbH ou de ses sociétés affiliées au moment de la publication du document. Certaines données utilisées sont tirées de diverses sources considérées comme fiables, mais l'exactitude ou l'exhaustivité des données n'est pas garantie et nous déclinons toute responsabilité quant à tout dommage direct ou indirect découlant de leur utilisation. La reproduction, la publication, le prélèvement d'extraits ou la communication du contenu du présent document, indépendamment du support employé, sont strictement interdits.

Ce document n'a été passé en revue par aucune autorité réglementaire. En Chine continentale, il est utilisé exclusivement en tant que document complémentaire pour les produits d'investissement offshore proposés par les banques commerciales en vertu du programme Qualified Domestic Institutional Investors (investisseurs institutionnels nationaux qualifiés) conformément aux règlements et réglementations applicables. L'unique but de la présente communication est d'informer et elle ne constitue en aucun cas une promotion ou une publicité pour les produits et/ou services d'Allianz Global Investors en Colombie ou destinée aux résidents colombiens conformément à la partie 4 du Décret 2555 de 2010. La présente communication n'a aucunement pour objectif d'initier directement ou indirectement l'achat d'un produit ou la prestation d'un service proposé par Allianz Global Investors. Par la réception du présent document, chaque résident colombien reconnaît et accepte avoir contacté Allianz Global Investors de sa propre initiative. Il reconnaît en outre que cette communication ne résulte en aucun cas d'activités promotionnelles ou de marketing menées par Allianz Global Investors. Les résidents colombiens acceptent que l'accès à tout type de page de réseau social d'Allianz Global Investors soit réalisé sous leur propre responsabilité et de leur propre initiative et sont conscients qu'ils sont susceptibles d'accéder à des informations spécifiques concernant les produits et services d'Allianz Global Investors. La présente communication est strictement privée et confidentielle et ne peut pas être reproduite. La présente communication ne constitue pas une offre publique de titres en Colombie conformément à la réglementation sur l'offre publique exposée dans le Décret 2555 de 2010. La présente communication et les informations fournies dans celle-ci ne doivent pas être considérées comme une sollicitation ou une offre de la part d'Allianz Global Investors ou de ses affiliés pour fournir tout produit financier au Panama, au Pérou et en Uruguay.

Le présent document est distribué par les sociétés suivantes d'Allianz Global Investors : Allianz Global Investors U.S. LLC, un conseiller en investissement enregistré auprès de l'U.S. Securities and Exchange Commission ; Allianz Global Investors Distributors LLC, distributeur enregistré auprès de FINRA et affilié à Allianz Global Investors U.S. LLC ; Allianz Global Investors GmbH, une société d'investissement en Allemagne agréée par le German Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ; Allianz Global Investors (Schweiz) AG, agréée par la FINMA ([www.finma.ch](http://www.finma.ch)) pour la distribution et par l'OAKBV (Oberaufsichtskommission berufliche Vorsorge) pour la gestion d'actifs liée aux caisses de retraite professionnelles ; Allianz Global Investors Asia Pacific Ltd., agréée par la Hong Kong Securities and Futures Commission ; Allianz Global Investors Singapore Ltd., réglementée par la Monetary Authority of Singapore [No d'enregistrement d'entreprise 199907169Z] ; Allianz Global Investors Japan Co., Ltd., enregistrée au Japon en tant que Financial Instruments Business Operator [Registered No. The Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Business Operator), No. 424, membre de la Japan Investment Advisers Association and Investment Trust Association, Japan] ; et Allianz Global Investors Taiwan Ltd., agréée par la Financial Supervisory Commission à Taïwan.