

Les placements “éthiques”: entre défis et opportunités

Patrick Barisan

Sintesi a cura di Luisa Crisigiovanni

L'investimento socialmente responsabile è un investimento che tiene conto sia di imperativi finanziari sia “etici”, ovvero dei rapporti con i lavoratori, clienti e fornitori (imperativi sociali e imperativi ambientali).

Già in epoca biblica, le leggi ebraiche prevedevano numerose direttive sul modo di investire etico. Nel XVII^o secolo i quaccheri americani si rifiutarono di investire nel commercio degli schiavi ed è sempre in America che, nel 1928, nacque il Pioneer Fund, che escludeva investimenti in imprese attive in settori di attività considerate peccaminose (alcool, tabacco, pornografia). La filosofia alla base di questa pratica era che, se bere è un peccato, trarne profitto lo è ancora di più. Più tardi, nel 1971, l'opposizione alla guerra del Vietnam è sfociata nella creazione del Pax World Fund, mentre la lotta contro la politica di *apartheid* condotta in Sud Africa si è prolungata sul piano finanziario con la creazione dell'indice di borsa South Africa Free Equity (SAFE).

Progressivamente, sono apparse anche altre tipologie di investimento “etico”, basate non più su processi di esclusione, ma su una valutazione globale degli agenti economici, ovvero favorendo le imprese e gli Stati che indicano le migliori prestazioni in materia di responsabilità sociale. Ma come definire un Investimento Socialmente Responsabile (ISR)? Il Rapporto Brundtland della Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo definisce lo sviluppo sostenibile come: «*uno sviluppo che risponde ai bisogni delle generazioni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di rispondere alle loro*».

Quali sono le caratteristiche dell'Investimento Socialmente Responsabile? In Europa, si parla di 1.000 miliardi di euro di ISR corrispondenti al 10-15% del mercato. Negli Stati Uniti è implicato l'11% dell'industria degli investimenti.

I dirigenti delle società sono costantemente sotto la pressione della società civile e degli investitori istituzionali (fondi pensione), che esigono una redditività massima dei loro investimenti, simbolizzata da un ROE (Return On Equity) del 15%.

Il quadro di riferimenti normativi è quanto mai composito: da una parte si sono sviluppati parametri di valutazione realizzati da numerose agenzie di certificazione “etica” che, a partire da questionari mirati, colloqui con dirigenti e documenti pubblici, hanno messo in atto una metodologia di analisi e di valutazione delle prestazioni sociali delle imprese; dall'altra esistono iniziative del

legislatore spesso intervenuto per rafforzare gli obblighi di trasparenza e informazione verso l'investitore, ma solo a seguito di gravi scandali finanziari.

Comunque, in un mondo di interconnessioni, in cui la società civile è sempre più mobilitata sui valori come il rispetto dei diritti dell'uomo o il divieto di ricorso ai lavori forzati, il capitale reputazionale diventa cruciale nella valorizzazione di un'impresa alla stregua - se non di più - del valore degli immobili o della qualità dei brevetti.

Tuttavia, se risulta abbastanza facile misurare la prestazione finanziaria o in borsa di un'impresa, per le prestazioni extra-finanziarie è completamente diverso: non esiste una metodologia univoca in materia e i risultati variano fortemente in funzione dei criteri presi in considerazione, benché la maggior parte delle analisi che trattano le prestazioni extra-finanziarie delle imprese presentino diversi punti in comune. La maggior parte sono state sviluppate a partire da riferimenti elaborati da organismi internazionali come l'ONU e cercano di misurare le prestazioni extra-finanziarie delle imprese, in funzione degli impegni che assumono per migliorare le loro prestazioni sociali o ambientali, delle politiche che mettono in atto per conseguirli e dei risultati ottenuti. Le analisi si sintetizzano spesso sotto forma di *scoring*, permettendo di paragonare le imprese tra loro, per esempio, in seno a uno stesso settore di attività, sfociando nell'adozione dell'approccio "*Best in Class*", che consiste nel favorire le imprese che indicano le prestazioni migliori nel loro settore. Tuttavia, al di là di questi punti comuni, ogni agenzia di certificazione "etica" ha sviluppato la propria metodologia.

In effetti, anche se le fonti di informazione a disposizione degli investitori si moltiplicano, le imprese rimangono al centro del sistema e sono all'origine - secondo alcuni studi - di quasi l'80% delle informazioni pubblicate in materia. Per evitare gravi problemi in termini di imparzialità delle informazioni pubblicate è, quindi, imperativo che le imprese siano non solo vincolate a pubblicare informazioni sulle questioni sociali, ambientali o di *governance*, ma che queste ultime siano controllate allo stesso modo delle relazioni contabili e che la divulgazione di informazioni fraudolente sia oggetto di sanzioni.

La formazione del personale bancario è, infine, un elemento inevitabile, se si vuole che i fondi ISR tocchino un pubblico più vasto. In effetti, questi prodotti, essendo più complessi dei fondi tradizionali, non sono incomprensibili solo al grande pubblico, ma anche agli agenti bancari incaricati di assicurarne la promozione. Difficile informare quando non si è informati! È, quindi, vitale che le società di gestione, le reti bancarie e altri professionisti della finanza investano maggiormente nella formazione del loro personale per poter meglio rispondere alle domande degli investitori non competenti.

L'investimento socialmente responsabile mira a un nuovo regolamento del sistema economico, che equilibri le esigenze di guadagno finanziario con criteri sociali o ambientali. L'allargamento di questo mercato passerà irrimediabilmente dalla conferma dei rendimenti finanziari conformi a quelli del mercato, dalla migliore formazione degli agenti bancari e da una maggiore trasparenza da parte degli attori implicati, che si tratti di banche, fondi investimento o

imprese. Infine, essendo l’“etica” una concezione personale, sarebbe un peccato che tramite la “professionalizzazione” e l’armonizzazione delle misure di prestazioni extra-finanziarie, si arrivasse a una specie di pensiero unico in questo ambito, molto comodo per i promotori di fondi, ma che priverebbe gli investitori della possibilità di investire secondo i propri principi.

Introduction

Initialement destinés à répondre aux exigences de certains investisseurs soucieux d’aligner leurs investissements sur leurs conceptions morales ou religieuses, la finance éthique s'est fixée depuis quelques années une autre mission: celle de changer la manière de conduire les affaires. A cet égard, la formalisation, en 1987, du concept de développement durable dans le rapport Brundtland constitue un tournant pour l'investissement socialement responsable. Le développement de l'activité humaine ne se juge plus seulement à l'aune du PIB, mais doit également tenir compte des conséquences sociales et environnementales qu'il provoque. Le rôle de la finance éthique ne se limite plus à la diabolisation/boycott des firmes en fonction de la nature de leurs opérations, mais consiste également à leur fixer de nouvelles normes de rentabilité tenant compte de considérations extra financières, garantes à terme de la “durabilité” de leurs profits. Elle aspire de ce fait à contraindre les entreprises à adopter des comportements plus responsables sur les plans éthiques ou environnementaux.

Cette mission s'inscrit par ailleurs dans le cadre d'une mutation idéologique qui a vu dans un premier temps la victoire du capitalisme financier sur celui de type fordien et successivement la prise en compte des enjeux sociaux ou environnementaux comme facteurs déterminants de la rentabilité financière. Néanmoins, si la finance éthique veut mener à bien sa mission, elle devra relever un certain nombre de défis au premier rang desquels on retrouve la nécessité de disposer d'informations et de normes d'évaluation des performances extra financières plus pertinentes ainsi que le souci d'une plus grande transparence de la part des fonds ISR.

Caractéristiques de l'investissement socialement responsable

L'investissement socialement responsable est un investissement qui tient compte à la fois d'impératifs financiers et “éthiques”. Il implique une analyse des performances sociétales des entreprises dans la mesure où l'on considère que celles-ci n'ont pas uniquement des obligations envers leurs actionnaires (impératifs financier et de gouvernance), mais également envers l'ensemble des parties prenantes, à savoir leurs employés, clients et fournisseurs (impératifs sociaux) et plus largement envers l'environnement dans lequel elles opèrent (impératifs environnementaux).

Perspectives historiques

L'usage de sa fortune en accord avec ses principes ne date pas du 21^{ème} siècle. Déjà à l'époque biblique, les lois juives comportaient de nombreuses directives sur la façon d'investir selon l'éthique. Les quakers, quant à eux, refusaient dès le 17^{ème} siècle d'investir dans le commerce des esclaves. En 1928, à l'instigation du Conseil Fédéral des Eglises Américaines, naissait le "Pioneer Fund" proposant des placements financiers excluant les "sin stocks" ou titres du péché par référence aux entreprises actives dans les domaines du tabac, de l'alcool ou de la pornographie. La philosophie à la base de cette démarche étant que si boire est un péché, en tirer profit l'est davantage. En 1971, l'opposition à la guerre du Vietnam a débouché sur la création du Pax World Fund, qui se refusait d'investir dans l'industrie de l'armement. Enfin, dans les années '80, la lutte contre la politique d'apartheid menée en Afrique du Sud s'est prolongée sur le plan financier avec la création de l'indice boursier "South Africa Free Equity" (SAFE) qui expurgeait l'indice S&P 500 des firmes présentes dans ce pays. Progressivement sont également apparues d'autres typologies d'investissement "éthiques" reposant non plus sur des processus d'exclusion, mais sur une évaluation globale des agents économiques en fonction de paramètres financiers, sociaux et environnementaux, l'objectif étant de favoriser les entreprises ou les Etats affichant les meilleures performances en la matière. Enfin, le renforcement des obligations portant sur les investisseurs institutionnels et la multiplication des fraudes de la part d'entreprises peu scrupuleuses ont conduit certains d'entre eux à poursuivre la voie de l'activisme actionnarial.

Marché de l'investissement socialement responsable (ISR)

Les données récoltées sur l'ISR dans le monde permettent de tirer trois conclusions assez similaires quelles que soient les régions concernées.

Premièrement, il s'agit d'un phénomène loin d'être anecdotique. En Europe, on parle de 1.000 milliards EUR, correspondant à 10-15% du marché. Aux USA, ce sont 11% de l'industrie des placements qui sont concernés; chiffre qui monte jusqu'à 17% au Canada. Il faut néanmoins préciser que ces données se réfèrent à une conception très large de l'ISR, incorporant notamment les investissements qui répondent à des exigences d'activisme actionnarial. Une conception beaucoup plus restrictive - et plus normative - de l'ISR (faisant appel, par exemple, à des critères objectifs d'évaluation des enjeux sociaux ou environnementaux) fait apparaître un marché beaucoup plus restreint, dont la part de marché varie de 1 à 3% selon les marchés considérés; ce qui représente néanmoins des centaines de milliards EUR à l'échelle planétaire.

Deuxièmement, on constate qu'il s'agit d'un marché essentiellement dominé par les investisseurs institutionnels (fonds de pension, fondations...), qui s'accaparent ainsi jusqu'à 96% des investissements "éthiques" réalisés en Europe.

Troisièmement, on note que l'ISR est le segment de l'industrie des placements qui progresse le plus vite, jusqu'à trois fois plus vite que les placements traditionnels aux Etats-Unis, statistique qui doit néanmoins être relativisée par le fait que c'est la conception la plus large de l'ISR qui explique l'essentiel de cette progression.

Facteurs de développement

Le développement de l'ISR ne s'est pas fait de manière abrupte mais est, au contraire, le fruit d'un long processus de maturation marqué par la mutation du capitalisme, l'apparition du concept de développement durable et le rôle accru exercé par les investisseurs institutionnels, en partie suite aux pressions exercées par la société civile.

Evolution du capitalisme

La mutation du système capitaliste qui a accompagné le développement économique du siècle dernier constitue un élément important dans l'éclosion de la finance éthique. En effet au début des années '70, nous assistons - d'abord aux Etats-Unis et ensuite en Europe - à la montée en puissance du capitalisme financier (ou patrimonial) sur fond de remise en cause des compromis keynésiens issus de la grande crise des années '30. Au niveau des entreprises, on assiste à la mise en question du pouvoir et de la stratégie des dirigeants jusque là axés sur une logique industrielle de long terme en faveur d'une gestion totalement axée sur la création de valeur pour les actionnaires. Les dirigeants d'entreprises sont constamment sous la pression des investisseurs institutionnels (fonds de pension) qui exigent une rentabilité maximale de leur investissements; pression symbolisée par la fameuse exigence d'un ROE (Return On Equity) de 15%. C'est le triomphe de l'idéologie néo-libérale avec la prise de pouvoir des investisseurs institutionnels, la privatisation de vastes pans de l'économie, l'affaiblissement des syndicats ou encore le recours massif aux délocalisations afin de réduire au maximum les coûts de production.

Concept de développement durable

Néanmoins les excès induits par cette idéologie (que ce soit en termes sociaux ou environnementaux) ont fait prendre conscience à tous les niveaux que les firmes avaient des obligations non pas seulement envers leurs actionnaires, mais également envers d'autres parties prenantes telles que leurs employés, leurs fournisseurs, leurs clients ou les communautés au sein desquelles elles opèrent. Ces préoccupations seront matérialisées, en 1987, dans la publication par la Commission mondiale sur l'environnement et le développement, du Rapport

Brundtland qui définit le développement durable comme: «un développement qui répond aux besoins des générations du présent sans compromettre la capacité des générations futures à répondre aux leurs». Une partie de la communauté financière prend dès lors conscience que l'évaluation des performances d'une entreprise ne se limite plus simplement à la sphère financière, mais que d'autres facteurs doivent également être pris en compte.

Montée en puissance de l'activisme actionnarial

Progressivement, en raison notamment de la multiplication des scandales financiers (Enron, Parmalat) on note la montée en puissance de l'activisme actionnarial, en ce sens qu'à travers un dialogue constructif avec les cadres dirigeants, les investisseurs essaient d'infléchir la politique des entreprises vers une gestion plus respectueuse des questions sociales, environnementales ou de gouvernance. C'est ainsi qu'Exxon, après avoir longtemps combattu les efforts des activistes religieux sur le thème de la préservation de l'environnement, a fini par financer un projet de recherche sur les énergies renouvelables. Et même si la plupart des résolutions déposées par ces activistes n'obtiennent pas des scores très importants, l'essentiel est ailleurs: le simple fait de pouvoir souligner les conséquences néfastes que les opérations d'une entreprise peuvent avoir sur le respect des droits de l'homme peut être un événement suffisamment embarrassant pour pousser la direction à agir.

Des investisseurs institutionnels plus impliqués

C'est dans ce cadre que les investisseurs institutionnels ont modifié leurs exigences vis-à-vis des entreprises dans lesquelles ils investissent. En effet, la mise en avant des risques associés aux conflits sociaux ou aux problèmes d'environnement a fait prendre conscience à certains d'entre eux qu'ils se devaient de prendre en considération ces facteurs dans leurs politiques d'investissement, sous peine de s'exposer à des poursuites éventuelles de la part de leurs bénéficiaires. Ce lent processus de réflexion les a amenés à soutenir l'ONU lorsqu'elle a lancé en 2006 les "Principles for Responsible Investment" (PRI). Depuis lors, l'initiative n'a cessé de gagner de l'importance et regroupe une centaine d'institutions financières de par le monde représentant une force de frappe de près de 10.000 milliards EUR. Au cœur de ces PRI, on retrouve donc la prise en compte des enjeux sociaux, environnementaux et de gouvernance dans toute décision d'investissement. Les signataires s'engagent notamment à demander aux entités dans lesquelles ils investissent de publier des informations appropriées sur ces thématiques ou encore de favoriser l'acceptation et l'application de ces principes dans l'industrie des investissements. Il faut préciser que ces principes ne définissent nullement ce qu'est un investissement responsable. En effet, même s'ils s'appuient sur des référentiels universels comme le Pacte mondial, la définition du caractère responsable d'un investissement incombe à son signataire.

Un cadre législatif plus contraignant

Le législateur n'est pas resté en marge du mouvement, imposant une série de nouvelles obligations auxquelles sont soumis investisseurs et entreprises. Le scandale Enron a ainsi eu pour effet l'adoption de la loi "Sarbanes-Oxley", imposant aux entreprises cotées aux Etats-Unis de nouvelles normes en matière de transparence. En France, l'adoption de la loi "Nouvelles Régulations Economiques" oblige les entreprises cotées à publier un rapport environnemental et social au même titre qu'elles publient un rapport annuel. Les obligations pesant sur les investisseurs se sont également renforcées. Ainsi en Angleterre, les fonds de pension doivent déclarer s'ils tiennent compte ou pas de critères sociaux ou environnementaux dans leurs politiques d'investissement. Au Brésil, les investisseurs institutionnels sont maintenant tenus d'exprimer leurs votes aux Assemblées Générales des entreprises dont ils sont actionnaires.

Mise en place de référentiels

Même s'il n'existe pas de grille universelle de lecture permettant d'évaluer les politiques sociales ou environnementales menées par les entreprises, la mise en place progressive de référentiels reconnus a contribué à l'émergence de normes d'évaluation quantitatives en la matière. On distingue trois grands types de référentiels. Des référentiels d'engagement au premier rang desquels on distinguera le "Pacte mondial" par lequel des entreprises s'engagent à aligner leurs opérations sur dix principes universellement acceptés et touchant les droits de l'homme, les normes du travail, l'environnement et la lutte contre la corruption. Des référentiels de certification parmi lesquels on mentionnera la norme européenne EMAS (Eco Management and Audit Scheme) permettant aux entreprises d'évaluer et de rendre compte de leur performance environnementale. Et enfin des référentiels d'évaluation réalisés par les nombreuses agences de notation "éthique" qui, à partir de questionnaires ciblés, d'entretiens avec les dirigeants ou de documents publics, ont mis en place une méthodologie d'analyse et d'évaluation des performances sociétales des entreprises.

Implications pour les entreprises

Le concept de développement durable et son corollaire "l'investissement socialement responsable" n'ont pas simplement permis à certaines filières économiques de voir le jour (comme celle des énergies renouvelables ou de la finance carbone), mais influencent également de manière parfois significative la stratégie mise en place par des entreprises "traditionnelles". L'une des caractéristiques propres au concept de développement durable est l'inscription dans la durée. Les enjeux

sociaux ou environnementaux ne peuvent en effet être considérés que dans une optique de long terme; pensons simplement à la problématique du recyclage des déchets nucléaires qui nécessite de se projeter sur plusieurs siècles!

Dès lors, les entreprises qui décident de faire de ces enjeux des axes majeurs de leur développement se doivent de réintégrer une pensée stratégique de long terme. En effet, il ne s'agit pas simplement de répondre aux nouvelles contraintes imposées par le législateur, mais également de définir de nouveaux modes de développement aux conséquences positives simultanément sur la rentabilité, sur l'environnement et sur les hommes; alors même que les coûts engagés pour y parvenir se reflètent immédiatement dans leurs comptes. Cette réflexion ne peut d'ailleurs être menée à bien qu'avec le concours de toutes les parties prenantes: dirigeants, employés, sous-traitants, fournisseurs. C'est dans ce contexte que l'on comprend mieux l'initiative prise par Danone d'indexer une partie du bonus des cadres dirigeants sur la réalisation d'objectifs sociaux et environnementaux.

Malgré les surcoûts engagés sur le court terme, certaines entreprises s'engagent néanmoins sur la voie du développement durable parce qu'elles espèrent en retirer à terme des avantages compétitifs. En effet, le renchérissement des prix de l'énergie risque de peser durablement sur les marges des entreprises; dès lors celles qui auront fait en amont les efforts nécessaires afin d'en optimiser son utilisation se retrouveront en position avantageuse. D'autre part, avec la généralisation du concept de "pollueur payeur", les coûts de pollution qui jusqu'ici étaient pris en charge par la société seront immanquablement internalisés; d'où la nécessité de disposer de systèmes de gestion environnementale les plus efficaces possibles.

Enfin, la notion de risque réputationnel devient un élément incontournable de la vie des entreprises. En effet, dans un monde interconnecté où la société civile est de plus en plus mobilisée sur des valeurs telles que le respect des droits de l'homme ou l'interdiction du recours au travail forcé, le capital réputation devient crucial dans la valorisation d'une entreprise au même titre - si ce n'est plus - que la valeur de ses immeubles ou la qualité de ses brevets. Une des tâches principales des dirigeants est de préserver ce capital en mettant en place des systèmes de gestion qui minimisent les risques sociaux ou environnementaux. La maîtrise de ces risques leur permettra par ailleurs de réduire le coût du capital, ce qui n'est pas négligeable à une époque où celui-ci devient rare et donc cher!

Implications pour les investisseurs

La prise en compte de facteurs extra-financiers dans les politiques d'investissement a rendu possible l'éclosion d'une multitude de produits financiers de sorte que les placements "éthiques" se comptent aujourd'hui par centaines et permettent aux investisseurs "engagés" de choisir parmi une vaste gamme de produits poursuivant des politiques d'investissement les plus variés. Schématiquement on distingue les catégories suivantes.

Les fonds (de placement) basés sur des critères d'exclusion

Les produits financiers dont la politique de placement est dictée par des facteurs d'exclusion comme le tabac, l'industrie de l'armement ou des infractions aux droits de l'homme continuent d'être fortement représentés et pèsent près de 300 milliards EUR à l'échelle européenne. Ces placements présentent l'avantage de la transparence quant à leurs politiques d'investissement et la relative facilité quant à la mise en oeuvre de cette politique. Relative, car s'il est facile d'identifier une entreprise produisant des cigarettes, il est autrement plus compliqué de vérifier quelle entreprise produit des mines anti-personnel. Néanmoins le principal désavantage de ce type de placements est lié à la réduction de leur univers d'investissement. Or, selon la théorie financière classique, un gérant ne peut éliminer a priori tel secteur ou tel pays de son univers d'investissement qu'en sacrifiant une partie de sa performance ou en augmentant sa prise de risque. A moins donc que les investisseurs, dictés par leurs préoccupations morales, ne soient disposés à sacrifier une partie de leur rendement, il est clair que ce manque à gagner potentiel peut constituer un frein à leur développement.

Les fonds appliquant un screening positif

La volonté d'évaluer les firmes de façon globale a permis l'émergence de fonds de placement dont la politique de gestion n'est plus dictée par des facteurs d'exclusion, mais par la prise en compte de nombreux paramètres (financiers et autres), avec l'objectif de favoriser les entreprises affichant le meilleur compromis entre performances financières et sociales ou environnementales. Pour séduisante qu'elle soit, cette démarche intellectuelle n'a pas encore réussi à convaincre les professionnels de la finance. Ainsi, les fonds de placement qui s'en inspirent ne représentent que 30 à 60 milliards EUR, c'est-à-dire 3-6% du total des placements éthiques européens. Au vu des avantages indéniables que ces fonds procurent par rapport à ceux de première génération, notamment en ce qui concerne la réduction de l'univers d'investissement et l'évaluation plus fine des risques potentiels auxquels sont exposés les entreprises, cela peut sembler surprenant. Néanmoins, ces fonds de placement présentent un certain nombre de handicaps qui les empêchent actuellement de se développer davantage.

Tout d'abord ces fonds coûtent cher. En effet, aux coûts de la recherche financière, il faut ajouter ceux relatifs à l'analyse extra financière dont le surcoût peut ne pas être négligeable surtout lorsque les volumes gérés sont relativement faibles.

Ensuite, la complexité de ces produits, notamment en raison du manque d'harmonisation quant aux paramètres retenus et à leur évaluation, est encore trop importante pour beaucoup d'investisseurs.

Les fonds thématiques

Ces fonds représentent 30 milliards EUR à l'échelle européenne. En fait le caractère "éthique" de ces fonds est à prendre au sens large. Il s'agit plutôt de fonds de placement dont la politique d'investissement est dictée par l'exigence d'une attitude positive des entreprises dans un domaine particulier. Ils sont généralement focalisés sur des thématiques sociales ou environnementales. A cet égard, la prise de conscience récente quant à la problématique du réchauffement planétaire a amené nombre de gérants à focaliser leur attention sur des entreprises qui pourraient bénéficier de cette tendance lourde.

L'avantage de ce type de fonds est qu'ils sont relativement bien ciblés et donc que le grand public peut plus facilement comprendre ce dans quoi il investit. Néanmoins une application stricte des règles d'investissement peut rendre ces fonds très risqués pour l'investisseur non averti. En effet, soit les entreprises susceptibles de faire partie du fonds de placement seront trop peu nombreuses, soit il s'agira d'entreprises jeunes dont le modèle économique reste à démontrer; à moins que le gestionnaire n'interprète les règles d'investissement de manière très souple auquel cas le fonds n'aura plus de thématique que le nom.

Les produits solidaires

Les produits d'épargne solidaire sont quelque peu différents de ceux susmentionnés. Ces produits, surtout concentrés sur les produits d'épargne courants (comptes d'épargne, contrats d'assurance vie), permettent à l'investisseur de transférer une partie de son rendement au profit du financement de projets ayant un impact positif sur l'environnement ou le tissu social. Ainsi, grâce aux flux financiers drainés, ce sont des micros-entrepreneurs qui sont soutenus, des familles qui sont relogées ou des projets associatifs qui voient le jour. L'objectif n'est donc pas ici forcément d'investir dans des entreprises qui respectent certaines normes éthiques, mais plutôt de rétrocéder une partie du rendement obtenu au profit d'une ONG ou d'un projet solidaire.

Défis à relever

Au vu des nombreux enjeux sociétaux qui se profilent à l'horizon et la prise de conscience à tous les niveaux de la nécessité d'y répondre, l'investissement socialement responsable devrait continuer de profiter d'un cadre favorable à son développement. Il existe néanmoins un certain nombre de points qui soulèvent encore quelques interrogations et qui concernent plus particulièrement la performance financière et la transparence des fonds ISR, la fiabilisation des données ainsi que la pertinence des méthodologies d'évaluation des performances extra-financières utilisées.

Performance financière des fonds “éthiques”

Si d'un côté les fonds éthiques sont assis sur l'idée que la plus-value sociétale générée par une entreprise se traduira tôt ou tard par un surplus du rendement financier attendu, il n'en reste pas moins que, selon la théorie moderne du portefeuille, la rentabilité financière corrigée du risque des fonds ISR est nécessairement inférieure à celle du marché, dans la mesure où ces fonds disposent d'un univers d'investissement plus réduit. Il est donc difficile de se prononcer intuitivement sur la performance financière que l'on est en droit d'attendre de ces fonds. Et les diverses études publiées en la matière ne nous donnent pas beaucoup plus d'indications; certaines concluant que les fonds “éthiques” surperforment les fonds traditionnels, d'autres arrivant à la conclusion inverse. Plusieurs éléments peuvent concourir à expliquer pourquoi il est si difficile de tirer des conclusions claires sur les rendements que l'on est en droit d'attendre des fonds ISR.

D'une part, nous ne disposons pas d'un recul historique suffisamment long. En effet les marchés boursiers sont caractérisés par des cycles qui favorisent alternativement les grandes capitalisations au détriment des petites valeurs ou encore tels secteurs d'activité plutôt que tels autres. Or les fonds ISR sont soumis de facto à un certain nombre de biais qui peuvent leur être alternativement favorables ou pas. C'est ainsi que ces fonds ont plutôt tendance à sous pondérer certains secteurs d'activité jugés plus risqués sur le plan éthique mais dont la performance boursière peut être très volatile, comme le secteur des matières premières l'a démontré au cours de ces 30 dernières années.

En outre, s'il est relativement aisé de mesurer la performance financière ou boursière d'une entreprise, il en est tout autrement de ses performances extra-financières. Il n'existe d'ailleurs pas de méthodologie univoque en la matière, les résultats évoluant fortement en fonction des critères retenus. Dans certains cas, la méthodologie employée semble même induire la réponse positive ou négative quant au lien entre performance financière et extra financière.

A l'avenir, la comparaison entre l'évolution des indices boursiers classiques et les indices éthiques récemment créés pourra peut-être apporter un éclairage supplémentaire...

Qualité de l'information

Si la publication d'informations financières est largement standardisée et l'information sur le gouvernement d'entreprise est de plus en plus exigée par les autorités boursières, ce n'est pas le cas pour les informations relatives aux pratiques sociales ou environnementales.

Une étude récente réalisée par EIRIS (agence anglaise de notation “éthique”) dévoile ainsi que si les entreprises concernées par la thématique du changement climatique communiquent plus volontiers sur ce sujet, seulement 9% d'entre elles

publient des données sur leurs émissions de gaz à effet de serre conformément au protocole GHG (Greenhouse Gas Protocol). Cependant, sans cadre normatif établi, chaque entreprise peut présenter ses informations sous des formes diverses, rendant l'analyse et la comparaison des données pour l'investisseur souvent peu aisée. Des efforts doivent donc être effectués à tous les niveaux afin d'améliorer la qualité des rapports sociaux ou environnementaux. Dans ce contexte, il faut souligner l'initiative GRI (Global Reporting Initiative). Lancée en 1997 par le CERES, en collaboration avec le Programme des Nations-Unies pour le Développement, elle a pour objectif de développer, promouvoir et diffuser «des directives qui permettent aux entreprises d'établir un rapport sur leurs efforts d'amélioration des conditions sociales et environnementales». En concertation avec une centaine de grandes firmes mondiales pilotes et d'autres parties prenantes, la GRI tente d'élaborer des normes internationales en matière sociale et environnementale, à l'instar des normes comptables internationales. Cette démarche implique par ailleurs le recours à des indicateurs quantitatifs devant permettre une comparabilité - dans le temps et dans l'espace - des efforts consentis par les entreprises en matière de développement durable; des indicateurs qualitatifs pouvant venir compléter les données chiffrées dans la mesure où ils sont mieux à même de rendre compte de situations particulièrement complexes. Mais au-delà du nécessaire processus de normalisation des informations, se pose le problème de leur vérifiabilité. En effet, même si les sources d'informations à disposition des investisseurs se multiplient, les entreprises restent au cœur du système et sont à l'origine - selon certaines études - de près de 80% des informations publiées en la matière. Afin d'éviter de graves problèmes en terme d'impartialité des informations publiées, il est donc impératif que les entreprises soient non seulement contraintes de publier des informations ayant trait aux questions sociales, environnementales ou de gouvernance; mais que celles-ci soient contrôlées au même titre que les rapports comptables et que la divulgation d'informations frauduleuses fasse l'objet de sanctions.

A l'heure actuelle nous sommes très loin d'une telle situation, et les investisseurs désireux de mieux appréhender les réalités sociales ou environnementales des entreprises dans lesquelles ils souhaitent investir, s'en remettent souvent à des agences de notation "éthique" qui, au travers d'entretiens, de questionnaires ou de l'analyse de documents publics, ont constitué de vastes bases de données couvrant les pratiques sociales ou environnementales de plusieurs milliers d'entreprises de par le monde. Notons à cet égard le risque potentiel de conflit d'intérêt lorsque les agences de notation agissent également pour le compte d'entreprises soucieuses de faire établir un bilan social ou environnemental de leurs activités.

Uniformisation des méthodologies d'évaluation

La plupart des analyses portant sur les performances extra-financières des entreprises présentent plusieurs points communs. Premièrement, la plupart d'entre elles ont été développées à partir de référentiels élaborés par des organismes inter-

nationaux tels que l'ONU et essaient de mesurer les performances extra-financières des entreprises en fonction des engagements qu'elles prennent pour améliorer leurs performances sociales ou environnementales, des politiques qu'elles ont mises en oeuvre pour y parvenir et des résultats obtenus. Deuxièmement, les analyses se synthétisent souvent sous forme de scoring permettant de comparer les entreprises, au sein d'un même secteur d'activité par exemple. Enfin, cette évaluation/comparaison des entreprises débouche fréquemment sur l'adoption de l'approche "Best in Class" consistant à favoriser les entreprises affichant les meilleures performances dans leur secteur. Néanmoins, au-delà de ces points communs, chaque agence de notation "éthique" a développé sa propre méthodologie qui se singularise par la nature des critères d'évaluation retenus, leur nombre ou encore la façon dont ils sont pris en compte. Il n'est d'ailleurs pas rare qu'une même entreprise se voie attribuer une note différente en fonction de l'agence de notation qui a réalisé l'étude. A ce jour, aucune approche ne semble faire l'objet d'un consensus et cette situation est parfois associée à un manque de transparence ou de professionnalisme du secteur. Cependant, au-delà de la nécessité d'identifier quelques paramètres clés permettant d'évaluer de façon pertinente les performances extra-financières des entreprises, ce serait une erreur de vouloir uniformiser les processus d'analyses. En effet, au-delà des grands principes universellement reconnus, l'éthique reste une notion très personnelle et l'analyse des performances extra-financières se doit de respecter cette diversité sur le plan des valeurs. Prenons l'exemple de la thématique du réchauffement planétaire. Il semble qu'aujourd'hui, les performances environnementales d'une entreprise ne se mesurent plus qu'à l'aune de ses émissions de gaz à effets de serre; certains bureaux d'analyse se focalisant par exemple sur le concept d'"Unité d'Intensité Carbone" (UIC). Il serait néanmoins erroné de penser qu'il s'agit là de la seule mesure environnementale pertinente, d'autant plus que les défis environnementaux que beaucoup d'entreprises doivent relever n'ont rien à voir avec la thématique du changement climatique. Les problématiques sociales ou de gouvernance doivent également être analysées en fonction des contextes socio-économiques prévalant. Ainsi, par exemple, la qualité de la gouvernance d'une entreprise se définit souvent par rapport au fonctionnement de son conseil d'administration. S'il s'agit là d'un paramètre pertinent au regard de la réalité anglo-saxonne, ce n'est pas forcément le cas en Europe continentale, où c'est surtout la protection des actionnaires minoritaires qui constitue un facteur déterminant dans l'appréciation de la gouvernance d'une firme.

Si la multiplication des recherches académiques dans le domaine ainsi que le processus de consolidation actuellement à l'œuvre dans le secteur de la notation "éthique" devraient permettre, à terme, de renforcer la pertinence et convergence des méthodologies, la diversité des angles d'approche doit néanmoins être préservée afin de permettre aux investisseurs d'effectuer des choix respectueux de leurs propres valeurs.

Intégration de l'analyse financière et extra-financière

Même si quelques institutions financières ont mis sur pied des équipes de recherche ISR, la plupart des études réalisées dans le domaine sont encore exécutées par des cabinets spécialisés; de sorte que les analyses financières et extra-financières restent relativement cloisonnées, l'une venant en complément de l'autre. Il serait néanmoins intéressant de pousser l'intégration plus loin, permettant ainsi aux analystes de se forger une image globale de l'entreprise et des défis qu'elle doit relever, que ce soit en terme de produits, de concurrence ou de problématiques environnementales.

L'analyse exhaustive des facteurs extra-financiers peut impacter l'évaluation des entreprises de deux manières. Premièrement, dans le cadre du développement durable, il est clair que la croissance bénéficiaire d'une entreprise ne dépend plus simplement de la qualité de ses produits ou de ses processus de production, mais également d'autres facteurs tels que la préservation de ses ressources ou de son capital réputationnel. Deuxièmement, au niveau des risques, il n'est pas incohérent de relever les taux d'actualisation des cash-flows pour les entreprises qui affichent des déficits en terme de gouvernance ou de protection de l'environnement par exemple.

Avant de poursuivre sur cette voie de l'intégration il faudra néanmoins encore progresser sur les plans de la fiabilisation des données et des méthodologies utilisées.

Transparence des fonds ISR

Les engagements des fonds "éthiques" sont souvent peu ambitieux et les processus qui déterminent la politique de gestion pas toujours très clairs. De plus, avec l'essor des fonds pratiquant un screening positif, la frontière entre investissements durables ou non devient plus tenue. Or l'analyse extra-financière étant complexe par nature, les enjeux du développement durable n'étant pas encore compris de tous et les informations disponibles pas toujours fiables, on serait en droit d'attendre une transparence maximale de la part des fonds ISR, d'autant plus que l'offre a tendance à se multiplier. C'est pour répondre à cette préoccupation que Eurosif (organisme paneuropéen actif dans la promotion de l'ISR) a rédigé un code de transparence destiné à encourager l'adoption des meilleures pratiques dans le domaine de la gestion "éthique". Ce code devrait également permettre aux fonds de mieux expliquer leur approche ISR et au grand public de faire des choix plus éclairés. Signée par une cinquantaine d'organismes financiers, cette démarche va dans le bon sens, même si elle reste encore marginale et est adoptée de façon volontaire par ses signataires. Nous pensons néanmoins qu'une approche légalement contraignante serait plus à même d'apporter la transparence nécessaire; notamment en intégrant au prospectus toutes les informations permettant à l'investisseur de comprendre la politique éthique du Fonds.

Un exemple est venu récemment défrayer la chronique à ce sujet. "Pax World", un des fonds ISR les plus anciens, vient de payer une amende de 500.000 USD pour avoir investi dans des sociétés liées au secteur militaire, ce qui est contraire à la philosophie d'investissement. En cause un gestionnaire indélicat, une communication défaillante et des lignes directrices pas assez claires... Au-delà des motifs invoqués, ce qui retient notre attention, c'est le fait que les agents de la SEC ont pu signaler les incohérences de gestion en comparant le portefeuille du fonds avec ce qui était stipulé dans son prospectus!

Formation

La formation du personnel bancaire est un élément incontournable si l'on veut que les fonds ISR touche un public plus large. En effet, ces produits étant plus complexes que les fonds traditionnels, ils ne sont pas seulement incompréhensibles de la part du grand public, mais également des agents bancaires chargés d'en assurer la promotion. Difficile d'informer quand on ne l'est pas soi-même! Il est donc vital que les sociétés de gestion, les réseaux bancaires et autres professionnels de la finance investissent plus dans la formation de leurs personnels afin qu'ils puissent mieux répondre aux questions des investisseurs non avertis.

Conclusion

L'investissement socialement responsable vise à une nouvelle régulation du système économique en pondérant les exigences de rentabilité financière par des critères sociaux ou environnementaux. L'objectif étant de favoriser les entreprises les plus "citoyennes" et de contraindre les plus récalcitrantes à adopter des comportements plus moraux. Néanmoins, même si les encours de la filière ISR ne cessent d'augmenter, celle-ci concerne essentiellement le monde des investisseurs institutionnels. L'élargissement de ce marché aux investisseurs particuliers passera irrémédiablement par la confirmation de rendements financiers conformes à ceux du marché, par une meilleure formation des agents bancaires et par une transparence accrue de la part des acteurs concernés: qu'il s'agisse des banques, des fonds de placement ou des entreprises. Enfin, l'"éthique" étant une conception personnelle, il serait dommage que sous couvert de professionnalisation et d'harmonisation des mesures de performances extra-financières, on en arrive à une sorte de pensée unique dans ce domaine, très commode pour les promoteurs de fonds, mais qui priverait les investisseurs de la possibilité d'investir selon leurs propres valeurs.