



2002 : UNE ANNÉE PARADOXALE POUR LES DÉMARCHES D'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE

JEAN-PIERRE SICARD*

Trois paradoxes ont marqué l'investissement socialement responsable (ISR) en 2002 : alors que le développement durable a acquis une crédibilité nouvelle et qu'un nombre croissant d'investisseurs affirment leurs intentions de recourir à l'ISR, l'évolution des cours a été très défavorable au développement de ces placements essentiellement en actions ; la crise de confiance consécutive à « l'affaire Enron » justifie la montée en puissance d'un courant préoccupé d'éthique, mais pousse à douter des données comptables elles-mêmes, et souligne les limites de *reporting* élargies aux dimensions sociétales ; les outils d'information sur l'ISR se développent, mais beaucoup d'offres restent timides dans la mise en valeur de ce qui fait la spécificité de ces fonds.

ENGOUEMENT POUR L'ISR, MAIS ENCORE PEU DE PASSAGE À L'ACTE

Il a été fort peu question d'ISR lors

du sommet de Johannesburg. Pourtant, ce moment fort du débat mondial sur le développement durable a consacré la place désormais acquise dans notre société par les enjeux de la responsabilité sociale des entreprises. Que l'on juge les résultats de la négociation décevants ou qu'on mette l'accent sur ses retombées positives n'y changent rien : ces questions sont désormais sur la place publique, et plus une grande entreprise ne s'en désintéresse. Du même coup, l'ISR - qui, rappelons-le, mobilise l'argent des investisseurs dans des entreprises répondant à des critères de cohésion sociale et de respect de l'environnement tout en recherchant le rendement financier - change de nature. Auparavant, il s'agissait d'un dispositif plutôt marginal qui regroupait des « fonds éthiques » constitués en excluant certains secteurs pour des raisons d'ordre moral et souvent destinés aux congrégations religieuses d'obédience diverse. Aujourd'hui, ce sont les fonds « développement durable » ou « socialement responsables », ancrés sur une nouvelle approche financière, qui occupent le devant de la scène.

* Président de Novethic (groupe Caisse des dépôts).

Appuyés sur des facteurs explicatifs plus larges du rendement à long terme des portefeuilles, ils sont l'un des éléments de la mise en œuvre pratique du concept de développement durable.

Les attentes des investisseurs ont elles-mêmes fortement évolué. La majeure partie de l'offre d'ISR s'adresse aux investisseurs institutionnels (caisses de retraite, mutuelles, fondations...). Le point de vue des gérants et des analystes européens sur l'ISR avait été étudié par une enquête Sofres - CSR Europe, Euronext, CDC - à l'automne 2001 : 60 % d'entre eux y affirmaient que le développement de l'ISR va amener les investisseurs institutionnels à modifier leurs choix d'investissement, et répondaient à 92 % que c'est une démarche qu'il convient d'encourager. Au printemps 2002, Novethic et Amadeis ont réalisé en France une enquête approfondie¹ auprès des investisseurs institutionnels eux-mêmes, montrant que ceux-ci sont en train de basculer vers l'ISR : 60 % d'entre eux annoncent leur intention d'y recourir et pour une part souvent très significative de leurs actifs (près d'un cinquième pensent y allouer plus de 10 % de leurs actifs, la moitié entre 2 et 10 %).

Ils ont, en effet, confiance dans la performance financière de l'ISR (5 % d'entre eux pronostiquent des performances inférieures à celles des autres fonds, plus de 10 % anticipent des résultats plus favorables, la plupart d'entre eux s'attendant à une rentabilité proche de la moyenne du marché). Leurs attentes, auparavant surtout centrées sur la dimension éthique, s'orientent davantage vers la dimension financière des produits.

Parallèlement, dans le domaine de l'épargne salariale, la création d'un comité intersyndical spécialisé, qui a labélisé des offres en mai et juin dernier notamment selon leurs caractéristiques socialement responsables, crée un effet de levier important pour ces approches. Cette dynamique va d'ailleurs au-delà du champ de l'épargne salariale dans la mesure où elle contribue à diffuser ces approches dans l'univers des investisseurs institutionnels, aux structures souvent paritaires.

De nombreuses enquêtes ont montré que les épargnants sont eux aussi plus nombreux à s'intéresser aux fonds éthiques avec encore peu de passage à l'acte pour l'instant ! Il est vrai que la conjoncture boursière de l'année 2002 n'a pas été favorable à l'orientation de l'épargne vers les actions, même sous forme d'OPCVM socialement responsables, pourtant construits sur des logiques de rendement à moyen et long terme, en cohérence avec leur approche de la performance financière.

L'INFORMATION SOCIALEMENT RESPONSABLE

La profonde crise de confiance révélée par « l'affaire Enron » touche au cœur de ce qui constitue la dynamique de nos systèmes financiers : un processus complexe de production, de circulation et d'interprétation de l'information sur les acteurs économiques.

Les démarches d'ISR apportent un éclairage intéressant face à cette situation, en mesure de contribuer à instaurer de nouvelles bases de confiance.



Pourtant, alors qu'on en est venu à douter même des données comptables certifiées et du *reporting* financier cadré par de nombreuses normes, comment vouloir prendre en compte une évaluation de dimensions sociales, environnementales et sociétales, sans référentiel établi et dont les méthodes restent peu stabilisées ?

En France, l'actualité de l'année 2002 montre au contraire que des étapes décisives peuvent être franchies et apporter de nouvelles dimensions aux observateurs et aux analystes des sociétés et de leur valorisation. La création de Vigeo, puis l'arrivée de Core Ratings, que complètent les développements de l'américain Innovest ou les travaux d'autres acteurs, y compris ceux d'analystes spécialisés de grands *asset managers*, témoignent d'une évolution majeure sur deux axes de l'analyse des fondamentaux de la performance future des entreprises.

Le premier axe correspond à ce qui tend à devenir le référentiel de « bonne gestion » pour la grande entreprise du XXI^{ème} siècle : par un regard élargi à l'ensemble de ses relations avec son environnement et de ses impacts, le management se voit confronté à des champs nouveaux d'exigence.

Selon une approche désormais reconnue, ces derniers consistent à prendre en compte les effets induits par l'activité de l'entreprise sur l'environnement naturel, sur ses propres ressources humaines, sur les zones dans lesquelles elle est implantée, mais aussi sur ses clients, ses fournisseurs, sans oublier évidemment les préoccupations de gouvernance et de relations aux actionnaires... Il s'agit surtout de conduire les politiques qui intègrent

ces différents enjeux et d'en tirer parti au service de la performance globale de l'entreprise. Les travaux de différents acteurs, notamment parmi les agences de *rating* sociétal anglo-saxonnes ou nordiques, montrent en effet qu'on trouve, dans ces nouveaux référentiels de la gestion d'entreprises, des explications au décalage croissant entre la valorisation boursière et les actifs les plus tangibles. Ces diverses pratiques de responsabilité seraient ainsi à l'origine de « l'alpha » qui va constituer le ferment de la performance à long terme, par la consolidation d'actifs immatériels, que ces nouvelles formes de *rating* s'efforcent de mesurer par de multiples indicateurs. Nicole Notat, avec Vigeo et ses nouveaux développements méthodologiques pour proposer des audits approfondis sur ces critères, ouvre la voie à des progrès importants de la mesure et des anticipations sur ce champ.

Le second axe met l'accent sur le rôle fondamental joué aujourd'hui par la mesure du risque et les efforts de formalisation auxquels les acteurs financiers sont conduits pour y faire face. Les notes des agences de *rating* financier et le suspens quant à leur évolution donnent à la vie financière son parfum d'examen permanent, auquel les acteurs sont tenus de se soumettre. Mais la démarche est en passe d'être élargie à un champ plus vaste. Parce que les effets systémiques rendent d'autant plus sensibles les grandes organisations, il devient déterminant de progresser dans la mesure du risque environnemental (impact des accidents écologiques, des campagnes d'opinion, des remises en cause par de nouvelles normes...), du risque social (conflits du



travail, dénonciation d'atteintes aux droits de l'homme ou des conditions de travail chez de lointains sous-traitants, nouvelles dimensions de la responsabilité juridique...), des risques en matière de sécurité des produits ou des processus... Le niveau relatif d'exposition à ces risques va devenir un indicateur des impacts potentiels sur la valorisation de l'entreprise, ce que se propose de noter Core Ratings, mais que d'autres acteurs intègrent eux aussi dans leur évaluation sociétale.

Cet axe du risque social et environnemental comme celui qui met l'accent sur la responsabilité élargie de l'entreprise par une gestion durable visant le moyen et le long terme prennent leur sens parce que notre société est devenue plus sensible à ces dimensions. La multiplication de procès, particulièrement aux États-Unis, intentés aux entreprises pour qu'elles réparent les préjudices dont ceux qui les attaquent estiment qu'elles sont responsables, illustre cette tendance et représente aujourd'hui un poids réel sur la trésorerie des entreprises dans certains secteurs. Par exemple, le coût de l'amiante pour la France seule est estimé entre 8 et 10 milliards d'euros d'ici à 2020 dont une grande partie est à la charge des employeurs des victimes de maladies liées à l'amiante. De la même façon, dans ce calcul de risque, les industriels qui anticipent un durcissement des législations environnementales disposeront d'un avantage concurrentiel que mesurent financièrement des agences spécialisées comme l'américaine Innovest.

Il est en revanche plus compliqué de mesurer l'impact de l'atteinte à l'image d'une entreprise que provoque une

pollution accidentelle ou la dénonciation publique des conditions de travail en vigueur chez un de ses sous-traitants.

Mais une action concertée des riverains et des collectivités locales dans le cas de l'environnement, voire des consommateurs, des salariés et des syndicats dans le domaine social, peuvent provoquer une crise majeure pour la ou les multinationale(s) concernée(s) dans la mesure où leurs protestations sont relayées par des organisations non gouvernementales (ONG) et des médias. Il est aujourd'hui impossible de mesurer le coût financier direct de ce type de crise. En revanche, une entreprise qui met tout en œuvre pour s'en prémunir, en faisant des efforts pour contrôler le respect du droit international du travail par les sous-traitants ou en adoptant des démarches novatrices dans le domaine des ressources humaines, peut miser sur une valorisation à long terme de sa marque mondiale, surtout si ses consommateurs y sont sensibles et ses salariés attentifs. Les évolutions sociologiques et l'accent plus ou moins fortement mis sur telle ou telle dimension de la responsabilité des entreprises ne sont donc pas neutres pour ces évaluations d'un nouveau genre.

Ce circuit de l'information sur la responsabilité sociétale met donc en jeu à la fois l'entreprise et ses parties prenantes. Mais dans tous les cas, ces démarches ne peuvent exister sans un accès à l'information, une grille de lecture de cette information et des dispositifs pour la vérifier. Or, des progrès importants sont désormais possibles en la matière par la prise de conscience des entreprises, leur construction des premières étapes de



reporting adaptées et l'émergence de référentiels auxquels contribuent l'ensemble des acteurs concernés, à l'image des lignes directrices de la Global Reporting Initiative (GRI).

Ces approches convergent pour apporter au marché des instruments novateurs, qui rendent possibles des démarches d'investisseur construites sur la recherche d'une performance à la fois plus solide et plus durable, par un regard élargi sur les finalités des entreprises. Elles constituent ainsi un renouveau significatif du processus d'information à l'œuvre dans la dynamique financière caractéristique de notre système économique.

DE NOUVEAUX OUTILS D'INFORMATION

Le développement de la responsabilité sociale et environnementale des entreprises trouve son « effet de levier financier » dans la prise en compte de ces aspects par une communauté d'investisseurs dits socialement responsables, intéressés par cette nouvelle approche.

Plus nombreux aux États-Unis, en Angleterre et en Europe du Nord qu'en France, ils gèrent leurs fonds en fonction de critères « développement durable » en suivant attentivement la politique pratiquée dans ce domaine par les entreprises dans lesquelles ils ont investi. Cela passe par des questionnaires spécifiques envoyés aux directions, mais aussi par un activisme actionnarial qui les conduit à voter, ou même à déposer, des résolutions en assemblées générales destinées à

favoriser une meilleure prise en compte du développement durable.

Aux États-Unis, c'est un mode d'intervention qu'ont adopté en particulier les communautés religieuses. Une résolution encourageant la compagnie Exxon Mobil à introduire les énergies renouvelables dans son offre a obtenu, par exemple, 20 % des voix à l'assemblée générale de la compagnie, en mai 2002. Pour le groupe hôtelier Marriot, c'est une motion déposée par le syndicat AFL-CIO qui l'a finalement conduit à se retirer de Birmanie.

Ce type de pratique n'a, pour l'instant, pas cours en France. Les sociétés de gestion proposant des fonds éthiques ne sont pas, par nature, dans la même position d'acteur engagé qu'une congrégation religieuse, un syndicat ou une ONG. Elles s'efforcent aujourd'hui de mettre en place une offre crédible pour la communauté financière française qui dispose encore d'assez peu d'informations sur toutes ces questions. Le caractère récent des fonds socialement responsables et de la notation des entreprises sur ces critères implique que l'on dispose de peu de recul pour analyser leurs performances et donc leurs éventuelles surperformances.

Les outils mis à disposition des financiers comme les indices spécifiques, consacrés à un univers de valeurs sélectionnées pour leur responsabilité sociétale, sont eux aussi très récents. Le Dow Jones Sustainability Index, premier indice du genre sur un univers « monde », a été créé en 1999. Le FTSE4Good et l'Aspi Eurozone existent, eux, depuis 2001. Tous trois, issus d'un partenariat avec une agence de notation spécialisée et des émetteurs d'indices boursiers traditionnels, retien-

ment des entreprises dont la politique de responsabilité sociale et environnementale est bien notée par les agences en question.

Même si les comparatifs sont rendus difficiles, puisque les méthodes de sélection des valeurs figurant dans l'indice sont de nature différente, les investisseurs regardent avec attention de quelle façon ils résistent à la crise des marchés actuels.

Les résultats sont assez encourageants pour renforcer la crédibilité de l'ISR.

Ces investissements doivent aussi trouver une crédibilité par la transparence sur leur *reporting* qui leur est, en quelque sorte, imposée par nature.

Observateurs privilégiés de ce marché, il nous a paru important de contribuer à développer à ce niveau-là aussi une information permettant de comparer les qualités propres à chacun des fonds éthiques, vis-à-vis desquels le soupçon de n'y voir que des produits « marketing » a souvent été émis. C'est ce qui a poussé Novethic à créer un *rating* de ces fonds, appuyé sur une méthodologie appropriée². Celle-ci permet de mesurer la qualité socialement responsable des fonds (sources d'information sur les entreprises, sélectivité, processus de gestion, compétences ISR de la société de gestion) que complète un indicateur de l'engagement du gérant (utilisation des droits d'actionnaires, relations aux sociétés du portefeuille en prenant en compte les critères de responsabilité sociétale...).

Les fonds qui obtiennent le meilleur *rating* selon cette approche sont gérés par des acteurs spécialisés (Storebrand Investment ou Branics) ou impliqués depuis longtemps dans

l'ISR (Meeschaert et Macif Gestion qui a déjà bénéficié du « label » du Comité intersyndical de l'épargne salariale - CIES). Suivent des sociétés de gestion « généralistes », telles que CDC IXIS AM, UBS, Robeco, Crédit lyonnais AM ou Dexia.

Au-delà de cette évaluation des qualités des caractéristiques socialement responsable des fonds, il est intéressant d'observer leurs performances. L'analyse manque bien sûr de recul, car le marché français des fonds ISR est encore en plein développement : parmi les quarante fonds analysés, créés depuis au moins un an, plus des trois quarts ont moins de trois ans d'histoire, et 70 % d'entre eux disposent d'un encours inférieur à 15 millions d'euros.

On peut néanmoins constater que les performances obtenues par les fonds dans les cinq classes d'actifs couvertes par le panorama réalisé (actions France, actions Euro, actions Europe, actions Monde et Gestion diversifiée) sont globalement meilleures que celle des fonds « traditionnels ». Sur la période octobre 2001/septembre 2002, les fonds ISR « actions Euro », par exemple, surperforment de 1,08 % la médiane Europerformance des « Sicav actions Euro », avec un niveau de volatilité sensiblement identique. Cette surperformance est même de 3 % pour la classe France...

Mais pour une société de gestion, construire ce type de fonds socialement responsables suppose des efforts importants : investir dans une recherche spécifique, acquérir et intégrer des notations des valeurs issues d'agences spécialisées, recruter ou former des équipes dédiées, mettre en place un



processus de gestion adapté, participer à des réflexions de place, exercer ses droits de vote, tout cela représente des coûts de gestion qui restent encore peu amortis car les encours demeurent modestes. Ceux-ci sont de l'ordre de 2,4 milliards d'euros fin 2002.

Dans ce contexte, l'observation de l'offre d'OPCVM ouverts disponibles sur le marché français, appuyée par cette analyse des caractéristiques des produits, montre un accroissement significatif de leurs qualités et une professionnalisation des démarches de gestion de fonds socialement responsables. C'est d'abord le résultat d'une courbe d'apprentissage croissante des gérants, car pour des produits globalement récents, chaque année représente une progression importante dans l'expérience accumulée. Cela résulte aussi des effets d'une information de plus en plus riche sur les entreprises, qui permet de construire des fonds dans de meilleures conditions. Une sélection « éthique » sur un vaste univers d'entreprises (des centaines de valeurs européennes par exemple) donne en effet la possibilité d'être plus fortement sélectif dans l'application des critères de responsabilité sociétale, tout en conservant un nombre de valeurs suffisant pour effectuer une gestion financière équilibrée et performante.

Par ailleurs, de nouveaux acteurs prennent place sur ce marché, notamment des gestionnaires étrangers ayant développé ce type d'approche depuis plusieurs années. Ils proposent maintenant leurs produits en France, pendant que les *asset managers* français

étouffent leurs équipes d'analystes et de gérants spécialisés dans l'ISR. Au total, l'offre s'est diversifiée et professionnalisée, et commence à mieux répondre aux besoins des investisseurs. Pour autant, les sociétés de gestion qui proposent ces fonds ouverts, ou dédiés, restent globalement plutôt timides dans l'information fournie aux souscripteurs sur les caractéristiques socialement responsables de leur offre et la mise en valeur de la spécificité de ces démarches. En ce qui concerne la distribution en direction des particuliers notamment, il est encore généralement très difficile pour un épargnant de trouver auprès de son conseiller financier habituel des informations et des arguments pertinents sur ces produits, ce qui freine grandement leur diffusion.

UNE CRÉDIBILITÉ RENFORCÉE

S'il faut tirer un bilan de l'évolution de l'investissement socialement responsable en 2002, le constat est d'abord celui d'une crédibilité renforcée. Après l'effet de mode dans les médias en 2001, ils peuvent tirer parti désormais d'un environnement plus mûr, principalement quant à l'information sur les indicateurs de responsabilité sociale et environnementale des grandes entreprises. Ils sortent aussi de l'approche marginale dans laquelle ils étaient cantonnés, pour accéder au statut de tendance durable de la gestion d'actifs.

NOTES

1. *Investissement socialement responsable - État des lieux et perspectives du marché institutionnel français*, Novethic-Amadeis, mai 2002.
2. *Panorama des fonds d'investissement socialement responsable*, réalisé en partenariat avec Amadeis, qui présente à la fois ce *rating*ISR et une analyse de la performance et du risque des fonds ouverts proposés sur le marché français.