



QU'APPORTE L'ANALYSE ISR À L'ANALYSE FINANCIÈRE ?

VALÉRY LUCAS-LECLIN *

La question de l'apport de l'analyse ISR à l'analyse financière est osée, et sans doute trop précoce. Dans son énonciation même elle ne va pas de soi. C'est seulement en 2001, avec la présence pour la première fois chez un courtier d'un analyste dédié à l'Investissement socialement responsable, ou ISR¹, que la communauté des analystes financiers commence réellement à s'interroger sur la possibilité d'une analyse différente, complémentaire sûrement, dédiée peut-être. Les analystes ISR n'étaient pas, loin s'en faut, une nouveauté, mais ils n'avaient jamais recherché une collaboration directe sur l'analyse financière des sociétés cotées. On les trouvait dans les équipes des grands gestionnaires d'actifs britanniques pratiquant l'activisme actionnarial et l'analyse de la gouvernance, ou dans les agences de notation sociale et environnementale ; on en trouvait plus récemment un peu partout dans les maisons de gestion en Europe, à dose homéopathique, avec pour mission de compléter le travail des agences de notation ISR. Les analystes ISR ont essentiellement et toujours eu pour mission de décrypter les politiques et les positionnements des entreprises cotées en matière sociale, environnementale et de gouvernance. Historiquement, leurs méthodes n'ont eu que très peu, voire aucun point en commun avec celles des analystes financiers. Là où ces derniers décortiquaient les comptes des sociétés cotées dans des analyses de comptes d'exploitation et des bilans, pour détecter les tendances et projeter les résultats futurs, les analystes ISR ont plutôt

* Analyste ISR.

cherché à collecter, trier et hiérarchiser les informations sociales et environnementales, pour produire une opinion, qualitative et/ou quantitative, le plus souvent sur la qualité managériale plutôt que sur les comptes financiers. La profession d'analyste ISR n'existe pour le moment qu'en pointillé. Est analyste ISR quiconque se livre à des analyses sociales, environnementales ou de gouvernance. Mais, contrairement à la profession d'analyste financier, codifiée et reconnue à travers des diplômes professionnels (le CFA américain et maintenant le CIIA européen) et des associations professionnelles de Place, il n'existe aucune forme de reconnaissance officielle ou de qualification pour un analyste ISR. Métier jeune et aux contours encore mal définis, il se développe au gré des expériences et des méthodologies des utilisateurs. On trouve, certes, des formations d'enseignement supérieur, tels des Masters spécialisés en développement durable, avec le plus souvent un ou deux modules spécifiques sur l'Investissement socialement responsable, mais on est encore assez loin du niveau de technicité des formations d'analyse financière. Une partie de l'explication réside bien sûr dans la jeunesse de la démarche de l'ISR. Comparé à l'ancienneté de l'analyse financière, qui repose elle-même sur l'immense développement des principes et techniques comptables (mais dont la stabilité est aujourd'hui loin d'être un problème résolu, *i.e.* normes IFRS...), il n'y a là rien d'étonnant ou de déshonorant. Pour autant, la vocation de l'analyse ISR reste sur le fond encore à préciser. Plus pour longtemps, peut-être, compte tenu de l'intérêt croissant des grands investisseurs échaudés par les crises de l'analyse financière (2001-2002) et intéressés par certains signaux envoyés par l'analyse ISR².

Cette dernière sera d'abord passée sommairement en revue, dans ses méthodes et objectifs actuels, puis rapprochée dans un deuxième temps de l'analyse financière. Deux pistes de convergence seront enfin évaluées, celle de l'évaluation du management comme modulateur de la prime de risque et celle de la variation des hypothèses de croissance moyen et long terme, telles qu'utilisées dans les modèles de valorisation dynamiques (DCF, ou Discounted cash flows).

*ANALYSE ISR :
UNE CARACTÉRISATION PRÉALABLE EST NÉCESSAIRE*

Bref rappel sur les origines de l'ISR

Rappelons juste pour commencer que l'ISR a commencé d'abord comme un investissement fondé sur la primauté de convictions éthiques et le bannissement de certains secteurs de l'univers d'investissement, qu'il a connu ensuite, avec les années 1960, l'étape de l'investissement



actif promouvant, au sein des entreprises cotées, des bonnes pratiques, sociales, environnementales, civiques, puis, qu'avec les années 1980, les investisseurs sont passés à l'ère préindustrielle, avec la systématisation des critères de recherche, de sélection et d'exclusion, la mise en place d'équipes professionnalisées d'investigateurs (les premiers analystes ISR). Les années 1990 marquent l'entrée dans l'ère industrielle, avec la conjonction : de thématiques de fond prégnantes et consensuelles (défense de la gouvernance et promotion du développement durable) ; la mise en avant de grilles de lecture « sophistiquées » (approche risque et opportunités, ou leadership/déploiement/résultat) ; enfin la multiplication de structures de recherche, désormais appelées agences, et la livraison d'un produit synthétique, la notation (*rating*), reposant sur des méthodes de *scoring* permettant dans l'esprit de leurs utilisateurs de distinguer les meilleures valeurs sectorielles (*best-of-class*).

Cette sophistication de la recherche³ a eu lieu en parallèle avec le développement des fonds d'investissement ISR. Les fonds « éthiques », si chers aux médias, ont petit à petit laissé la place aux fonds dits socialement responsables, puis aux fonds intégrés dits de développement durable. Les premiers avaient ceci de particulier qu'ils reposaient sur l'utilisation de critères simples répondant aux convictions éthiques des investisseurs, les derniers témoignant d'un souci d'une approche dite globale de l'entreprise, à travers laquelle c'était l'ensemble des dimensions de celle-ci qui étaient évaluées, ainsi que leur alignement avec les grands principes et les grandes contraintes du développement durable (préservation des ressources naturelles, protection des intérêts des parties prenantes, innovation sociétale). Le pari sous-jacent étant que sur le long terme, les entreprises respectueuses du développement durable, en interne comme en externe, seraient les plus durables et sans doute les plus rentables. On voit déjà là pourquoi, inévitablement, dans une telle perspective, l'analyse ISR était appelée un jour ou l'autre à croiser la route de l'analyse financière.

De quel ISR parle-t-on ? ISR éthique ou ISR financier ?

Un débat majeur, en lien avec la question que nous traitons, a occupé le devant de la scène internationale en 2004. Le deuxième rapport de la Fondation Mistra⁴, au titre explicite de *Value for Money*, jetait un pavé dans la mare et popularisait définitivement auprès de la communauté ISR le concept de « matérialité ». Réévaluant de leur propre chef l'ensemble des analyses et notations ISR produites jusqu'alors, les auteurs concluaient que la plupart manquaient à atteindre l'essentiel, c'est-à-dire la mise en exergue des facteurs sociaux et environnementaux et de gouvernance matériels, au sens de susceptibles d'affecter significativement la valeur financière des entreprises. Le rapport ne contestait pas la qualité



des grilles d'évaluation sociales et environnementales des différents acteurs de marché, mais leur reprochait de ne pas hiérarchiser l'information en fonction de son importance financière (sa matérialité), à court, à moyen et/ou à long terme. Pour la première fois, l'analyse ISR était officiellement priée de se mettre au service de la performance financière et de compléter, autant que faire se peut, l'analyse financière classique. La réponse ne se fit pas attendre, de la part même de Steve Lydenberg, l'une des figures historiques de l'ISR, cofondateur du cabinet KLD et de l'indice Domini Social Index : selon lui, l'ISR n'a pas nécessairement vocation à se mettre au service de la performance financière. Ses promoteurs ne l'ont pas voulu ainsi à ses origines, et une frange importante de clients ne le veut toujours pas. Certaines causes sociales ou environnementales sont défendues au moyen d'investissements qui donnent aux détenteurs d'actions le droit « d'engager » de manière critique un dialogue avec l'entreprise. N'oublions pas qu'en droit anglo-saxon une société appartient pour l'essentiel à ses propriétaires (pas d'intérêt social), et que le manager est censé tout mettre en œuvre pour les satisfaire, c'est-à-dire maximiser leurs profits.

Nous avons déjà souligné que s'il y avait bien eu une « sophistication » de la recherche, en matière d'ISR comme en d'autres domaines proches, le dernier qui parle n'a pas toujours le dernier mot. L'idée d'une typologie des fonds ISR fondée sur le degré de sophistication de la recherche et de sa thématique - de l'éthique au développement durable - ne rend guère compte à la fois de la simplicité et de la complexité potentielle de ce mouvement. La distinction simple entre l'ISR éthique et l'ISR financier est plus neutre idéologiquement, moins dépendante des contingences historiques et rend mieux compte des objectifs poursuivis par les investisseurs⁵. Dans le premier cas, la préférence est donnée à la défense et à la promotion des convictions de l'investisseur, éthiques, sociales et/ou environnementales, alors que dans le deuxième cas l'investisseur place *a priori* la recherche de la performance financière comme son objectif premier. Dans ce cas d'ailleurs, les facteurs sociaux, environnementaux et de gouvernance (ESG) sont des facteurs dont l'optimisation contribue à maximiser la performance financière. Ainsi, entre deux entreprises d'un même secteur d'activité, aux performances financières sensiblement proches, un investisseur pourra préférer, à performance financière attendue égale, celle qui aura par exemple le plus faible taux d'accident industriel, ou les plus faibles émissions de carbone, ou la meilleure protection sociale de ses salariés. Si l'investisseur conçoit les facteurs ESG comme contributeurs nets de performance financière, il fera le pari à un moment donné qu'entre deux entreprises aux performances sectorielles équivalentes, il vaut mieux prendre celle dont les émissions de carbone sont les plus



faibles, car un jour ou l'autre il est bien possible que ces émissions aient une valeur économique et que la plus émettrice des deux soit alors pénalisée par un surcoût jusqu'alors non comptabilisé (phénomène dit d'internalisation des externalités).

*Le débat sur la performance financière de fonds ISR
relève du processus de gestion, non du processus d'analyse*

On le voit, après ce détour par les fondements de l'ISR, l'analyse ISR, c'est-à-dire l'analyse des politiques sociales, environnementales et de gouvernance des entreprises cotées, a une autonomie propre, mais converge avec l'analyse financière classique dès lors qu'elle est utilisée dans une perspective matérielle, autrement dit lorsqu'elle apporte une information financière supplémentaire et complémentaire.

Sur le papier, il est facile de l'écrire, concrètement une telle affirmation tient de la gageure. Cela revient à dire que sur certains domaines ou points spécifiques, l'analyse financière peut ne pas suffire à expliquer la performance financière d'un titre.

Pour l'instant, il est encore trop tôt pour évaluer quantitativement l'apport de l'analyse ISR. Ou du moins il est quasi impossible d'en mesurer l'apport autrement qu'à travers les performances financières des fonds ISR eux-mêmes. Cette question de la performance financière, la plus débattue et la plus controversée de toutes, mériterait un ouvrage à elle seule. Des prix de recherche financière existent spécifiquement sur cette question, comme le prix Markowitz aux États-Unis, ou tout récemment le prix européen de la recherche financière « Développement durable » créé par le Forum pour l'investissement responsable (FIR) (même s'il n'a pas exclusivement vocation à traiter de cette question). Sans ergoter plus avant sur la sous-performance quasi systématique de tous les indices ISR existants (à une exception notable près, le DSI), sans même rappeler que les fonds ISR reposent sur des décisions de gestion propres à chaque gestionnaire, sans entrer dans le débat de la surperformance « inexplicable » de fonds ISR théoriques reconstruits⁶, il convient tout de même de rappeler que l'analyse et la gestion sont deux exercices séparés. De ce fait, la question de l'apport de l'analyse ISR à l'analyse financière doit être traitée, non comme l'examen d'une éventuelle surperformance ou sous-performance mesurée par la gestion, mais plutôt sous l'angle du croisement et de la cointégration de ces deux analyses pour n'en produire qu'une, si cela est possible.

Distinction entre l'analyse ISR et l'audit social et environnemental

L'analyse ISR, pour sa part, reste conceptuellement encore mal définie. La définition de l'audit social et environnemental vient facilement, au sens où il s'agit de mesurer les écarts de conformité des



pratiques et performances sociales et environnementales au regard de référentiels de critères préétablis⁷. Mais quel est le champ propre de l'analyse ISR, quelles sont ses méthodes ? À moins que l'audit social et environnemental ne soit un stade supérieur de l'analyse ISR, celle-ci se définissant alors historiquement comme une analyse documentaire initiale⁸, avant que les choses sérieuses ne commencent via une vérification détaillée sur le terrain (audit). Les nombreuses critiques dont faisait l'objet le travail des agences de notation ISR auraient ainsi trouvé une réponse adéquate. Un autre courant veut aussi que l'analyse ISR soit un succédané du travail, souvent plus académique, d'analyse des organisations, sous l'angle sociologique et/ou anthropologique. Les facteurs sociaux et environnementaux trouveraient leur vraie place dans l'analyse des facteurs de performance des organisations. Cette critique est partiellement recevable, dans la mesure où la « durabilité » et l'efficacité d'une organisation (ce qu'est l'entreprise) sont probablement bien trop complexes pour être réduites à une simple échelle métrique de performance. L'analyse ISR actuelle, le plus souvent, répertorie un ensemble de pratiques et de mesures telle que divulguées par différentes sources, les note sur une échelle prédéterminée, en agrège les scores détaillés ainsi obtenus, et conclut par un classement intrasectoriel (le fameux *best-in-class*). L'analyse des organisations, l'analyse sociologique, démontrent pourtant à l'envi qu'il y a des formes d'organisation irréductibles, des éléments culturels structurants, des comportements suffisamment différenciés pour qu'on hésite sérieusement à se prononcer sur la supériorité en toutes circonstances de tel ou tel modèle, de telle ou telle pratique. Pourtant l'analyse ISR l'a fait, pour de bonnes et de mauvaises raisons⁹.

À ce stade, avant de s'interroger sur l'apport de l'analyse ISR à l'analyse financière, une question préliminaire demeure : l'analyse ISR existe-t-elle réellement autrement que comme un stade transitoire à but marketing (création du « marché de l'ISR ») entre l'audit, l'analyse organisationnelle, voire l'analyse financière fondamentale ? Paradoxalement, un détour par l'analyse financière pourrait grandement éclairer l'intérêt et l'autonomie propre de l'analyse ISR.

L'ANALYSE FINANCIÈRE, UN EXEMPLE À SUIVRE POUR L'ANALYSE ISR ?

L'analyse financière : objectif et méthodes

Sommairement, l'analyse financière peut être définie comme l'art d'évaluer la rentabilité financière d'un investissement sous contrainte de risque. Elle consiste à décomposer les différents éléments de la valeur actuelle d'un investissement et de déterminer, après examen, si celui-ci vaut la peine d'être réalisé, s'il crée de la valeur ou en détruit,



selon toute probabilité et toutes choses égales par ailleurs. Il résulte alors que l'analyse financière, contrairement à l'audit comptable, n'a d'intérêt que dans une logique de marché, c'est-à-dire d'échange. Il s'agit de déterminer la valeur d'échange d'une action, d'un titre financier ou plus généralement d'un investissement. Quel est le coût d'opportunité de l'achat ou de la vente d'un titre financier ? Bien entendu, l'analyse financière est particulièrement utilisée pour l'évaluation des titres des sociétés cotées (part au capital). Nous ne reviendrons pas sur l'écart fondamental avec la comptabilité. Si l'analyse financière repose sur l'exploitation des données comptables, elle ne se confond pas avec elle. La comptabilité est un ensemble de règles d'imputation des flux et des stocks en valeur historique, à la date d'enregistrement, permettant d'établir avec rigueur un inventaire des richesses et des dettes de l'entreprise - les comptes doivent donner une image fidèle et sincère de ces flux (compte d'exploitation) et de ces stocks (bilan).

En aucun cas la comptabilité ne suffit à établir l'image de la valeur marchande de l'entreprise. Certes, parmi les trois grandes familles de méthodes d'évaluation financière des entreprises figure l'approche patrimoniale, qui repose également sur l'idée d'une valeur déterminée à un instant t donné. Mais, même dans ce cas, le principe des Actifs Nets Réévalués est de reprendre les valeurs de l'actif et du passif non à leur valeur comptable (enregistrement de la valeur historique à la date d'entrée dans le périmètre), mais à leur valeur de marché, parfois proche, parfois éloignée de la valeur comptable, souvent retraitée. Le principal reproche fait à l'approche patrimoniale est de ne pas anticiper l'avenir, c'est-à-dire la capacité de l'entreprise à dégager des flux financiers futurs par une saine mise en œuvre de ses actifs financés par son passif. Les approches dynamiques d'évaluation ont la préférence des analystes financiers, ainsi que les méthodes dites des comparables qui approximent la valeur d'une entreprise au moyen de comparaisons d'entreprises équivalentes valorisées soit par la Bourse (sur différents multiples financiers), soit par une transaction récente dans le même secteur (à une décote ou une prime près). Bien qu'également statiques, ces méthodes ont l'avantage de s'appuyer directement sur des valeurs de marché, dont certaines, pour ne pas dire toutes, sont en fait calculées à un moment ou à un autre via les méthodes d'actualisation des flux prévisionnels futurs. Il s'agit donc, pour une part, de raccourcis de méthodes d'actualisation. L'objet de ces dernières est essentiellement de déterminer la valeur actuelle nette des flux financiers futurs dégagés par l'entreprise (ou son projet d'investissement), à un taux d'actualisation donné (somme du coût du renoncement à un flux immédiat et d'une prime de risque).

*L'analyse ISR, outil prévisionnel comme l'analyse financière ?*

L'approche dynamique des flux futurs (dividendes ou *cash flows*) nous paraît la plus pertinente à la fois pour comprendre l'autonomie propre de l'analyse ISR et l'intérêt de cette dernière pour l'analyse financière. En premier lieu parce qu'elle replace d'emblée l'analyse comme un outil de prévision du futur. C'est, à notre sens, vrai pour l'analyse financière comme pour l'analyse économique, l'analyse sociale, l'analyse politique, ou tout simplement l'analyse ISR. Certes, toute analyse doit avoir des vertus explicatives et des vertus normatives (ce qui doit ou ce qui devrait se passer), mais pour être vraiment utile, notamment du point de vue de l'investisseur, elle doit également avoir des vertus (ou capacités) prédictives¹⁰. L'analyse financière permet avec une certaine rigueur la prévision des flux futurs et par là, une valorisation actuelle nette correcte. D'un certain point de vue, la comptabilité enregistre le passé quand l'analyse financière s'efforce de prévoir l'avenir. L'analyse ISR, si elle doit exister, si elle doit subsister, doit s'efforcer d'en faire de même, là où l'audit social et environnemental mesure les écarts constatés à un instant t donné.

L'analyse ISR centrée sur l'investissement

8

Prévoir, pourquoi pas, mais que prévoir et dans quel but ? Un but social, environnemental, financier ? L'analyse ISR est une analyse reposant sans aucun doute sur les sources les plus diverses, revue ou non par l'entreprise, diffusée ou non par les parties prenantes (*stakeholders*). Pour autant l'analyse ISR est-elle faite au nom des parties prenantes et pour les parties prenantes ? La réponse n'est pas évidente, bien qu'originellement les agences sociales et environnementales aient souvent eu tendance à se revendiquer des parties prenantes, au point de faire naître une réelle confusion et un vrai débat de légitimité¹¹ entre agences et ONG et autres représentants de la société civile. À l'heure actuelle, le débat n'est pas encore tranché dans les faits, mais sur le plan théorique il semble plus légitime de rappeler que dans ISR le premier mot est investissement, et qu'historiquement, même les premiers investisseurs éthiques aux États-Unis dans les années 1920 considéraient d'abord leur démarche sous l'angle de l'investissement¹². Compte tenu du sujet, considérons seulement les capacités prédictives de l'analyse ISR en matière de performance financière¹³.

*Les vertus prédictives des notations ISR,
un terrain encore largement à défricher*

À l'heure actuelle, aucun travail d'ensemble ne semble avoir été publié, ni par les agences ni par les investisseurs, sur les capacités prédictives



financières des notations ISR¹⁴. Le trop faible nombre d'années de notation disponibles est dans la plupart des cas une bonne raison pour qu'il en soit ainsi. Les agences pratiquant l'art de la notation sociale et environnementale remontent dans le meilleur des cas au milieu des années 1990 (Innovest). Il n'en reste pas moins qu'on attend avec impatience la constitution des tables historiques de notations et leur rapprochement avec des tables de performances financières postérieures des titres financiers, à l'instar de ce que font les agences de notation financière sur les défaillances dans le cas du risque crédit¹⁵. Il serait particulièrement intéressant, à cet égard, d'examiner si ces notations ont une éventuelle capacité prédictive de la rentabilité économique, de la rentabilité financière, ou plutôt du risque des titres financiers des sociétés cotées¹⁶. À cet égard, il est évidemment pour le moins maladroit de supposer *a priori* que le risque social et environnemental - risque de long terme - peut remplacer directement dans l'évaluation d'un titre le risque propre d'un titre (risque non diversifiable). En toute rigueur, s'il y a un lien entre le risque financier et une forme de risque extra-financier (résultant de facteurs ESG, *i.e.* des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance), mieux vaudrait d'abord prendre le temps de le détecter avant toute application directe et mécanique dans les formules d'évaluation financière. Cependant, ceci nous amène par deux voies au cœur du sujet de l'apport de l'analyse ISR à l'analyse financière¹⁷.

*LA SENSIBILITÉ AU RISQUE MODULÉE
PAR UNE ÉVALUATION ISR
DU MANAGEMENT DE L'ENTREPRISE*

Le risque de l'entreprise face à ses parties prenantes

Fondamentalement, l'une des pistes les plus intéressantes pour déterminer l'apport de l'ISR à la finance est bien celle de la modulation du risque. Les tenants de la défense des intérêts des parties prenantes et de la société civile argumentent justement que « rien n'est plus comme avant » et qu'une entreprise qui s'obstinerait à ne pas tenir compte de leurs demandes implicites ou explicites s'exposerait, à un horizon plus ou moins long, à de sévères déconvenues, en termes de campagne de communication négative, de détérioration de son image de marque, d'amendes, de provisions pour dommages, d'obsolescence de ses technologies pour cause de renforcement de législation, de difficultés de recrutement, voire de pertes de parts de marché¹⁸. Inversement, l'entreprise qui serait en écoute active (proactive même) de ses parties prenantes aurait, à terme, un avantage concurrentiel sur ses concurrents et une moindre exposition aux aléas de la marche des affaires.

Il faudra faire attention cependant à ne pas céder à la tentation de la

facilité et crier au risque comme on crie au loup dès la première crise ou contradiction venue. Si le risque d'image et toutes ses conséquences sont systématiquement brandis par les parties prenantes, si le risque opérationnel est au cas par cas avancé, la mesure précise de l'impact potentiel dans le détail (pertes de chiffre d'affaires, provisions, pertes de collaborateurs...) reste délicate (les probabilités étant difficiles à estimer) et souvent circonscrite en termes monétaires (les *boycotts* étant, eux, rarement efficaces). Les exemples et, plus encore, les contre-exemples abondent. Dans un secteur mondial tel que l'exploration, production et raffinage du pétrole, comment départager clairement, en termes de risques extra-financiers, Exxon, pionnier de l'exploration des énergies renouvelables dans les années 1980, mais qui y a depuis renoncé par manque de perspectives économiques, au grand dam des *lobbys* environnementalistes, de BP (Beyond Petroleum) et de Shell (qui vient d'annoncer, fin d'année 2005, un plan de 8 Md€ d'investissement en faveur d'énergies « propres » sur les 10 prochaines années) ? Ou encore, faire un choix entre Shell, parangon de bonne gouvernance jusqu'à l'accident majeur de janvier-février 2004 sur la comptabilisation de ses réserves, et Total, gêné aux entournures depuis la fin des années 1990 par le naufrage de l'Erika, l'accident d'AZF et les accusations d'avoir eu indirectement recours au travail forcé en Birmanie (affaire pour laquelle le groupe vient enfin de trouver un accord à l'amiable), mais qui affiche une croissance supérieure à son concurrent depuis 6 ans ?

La modestie s'impose. L'analyse ISR ne sera pas, ne peut pas être une révolution dans l'analyse financière. L'évaluation d'une société ne sera probablement modifiée dans la plupart des cas qu'à une certaine marge près¹⁹. En termes de risques, une amélioration à la marge est certainement possible à travers la détermination d'un risque systémique au niveau du management de l'entreprise, en supposant qu'à l'avenir une société qui a régulièrement maille à partir avec les parties prenantes (clients, fournisseurs, salariés, collectivités locales, ONG, États, autorités de régulation) présente un risque « systémique » d'entreprise supérieur, notamment en cas de crise grave ou de changement structurel (opération de croissance externe, changement de modèle économique, irruption de nouveaux concurrents plus agressifs...)

Du risque ISR au MEDAF, il n'y a qu'un pas...

Nous l'avons dit, l'approche par le risque est prometteuse. Dans la théorie du Modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF), le risque d'un titre financier est mesuré par son β , à savoir sa sensibilité aux variations de marché. L'équation classique simplifiée est de la forme :

$$R_i = R_o + \beta \times (R_m - R_o)$$

où R_i est l'espérance de rendement du titre i , R_o le taux sans risque, R_m la rentabilité du marché (actions), et β la sensibilité du titre i aux variations de marché. R_o est le rendement d'un actif sans risque et $\beta \times (R_m - R_o)$ la prime de risque. La connaissance de la sensibilité (β) de chaque titre et des paramètres que sont le rendement sans risque (R_o) et le rendement moyen du marché (R_m) déterminent *a priori* l'espérance de rendement du titre i (R_i). Le β du titre est bien une variable clé ; elle ne permet pas de prévoir à tout moment le cours de Bourse du titre i mais d'en prévoir l'espérance de rendement²⁰. L'application du β et des paramètres que sont le taux sans risque et le différentiel de rendement entre le marché et la dette sans risque (ou prime de risque du marché) permet ensuite d'en déduire directement par calcul le taux d'actualisation (espérance de rendement minimal exigé) de l'investissement²¹ (qui n'est autre que R_i).

Du β observé *ex post* il est possible de passer à un β prévisionnel, soit par l'hypothèse que ce β restera stable sur la période de retour sur investissement, soit en recourant à une décomposition du β en « β sectoriel » ou d'activité (moyenne pondérée ou non des β des entreprises travaillant dans le même secteur, voire mieux, la même activité) multiplié par un coefficient propre à l'entreprise, que l'on peut appeler « β entreprise ». Hors endettement et en supposant que l'entreprise i soit présente sur un seul secteur d'activité relativement homogène, on a donc :

$$\beta_{\text{titre } i} = \beta_{\text{activité } i} \times \beta_{\text{entreprise } i}$$

Cette décomposition est couramment utilisée par les praticiens, notamment parce que le β individuel des titres est relativement volatil (fort écart type sur différents échantillons), contrairement aux β de portefeuilles, comme les β de secteur d'activité²². Pour des β prévisionnels plus stables, il est donc plus utile d'introduire un niveau intermédiaire.

Quel intérêt alors en matière d'analyse ISR ? C'est qu'en matière de prévision, il est toujours possible de moduler à la marge les β retenus, sectoriels ou d'entreprises, en cas de doute ou, au contraire, de forte confiance dans le secteur ou l'entreprise. On pense ici notamment à l'entreprise. Les praticiens modulent souvent le $\beta_{\text{entreprise}}$ par un coefficient sur la qualité du management. Ils se fondent, en général, sur une évaluation de la qualité du management mesurée par la capacité, historiquement démontrée ou non, de la direction à tenir ses objectifs. Si la direction se trompe régulièrement sur ses prévisionnels de croissance du secteur, du chiffre d'affaires de l'entreprise, de résultats délivrés, il ne paraît pas anormal que l'investisseur prenne ses précautions en appliquant au $\beta_{\text{entreprise}}$ un β de qualité du management supérieur à 1. En d'autres termes, si certains managers ont une tendance

naturelle, pour de bonnes ou de mauvaises raisons, à ne pas tenir leurs promesses (du moins les minima requis), cela crée une incertitude supplémentaire pour l'investisseur, qui préférera certainement alors demander un supplément de rendement espéré (via le taux d'actualisation). L'équation devient alors, pour tout titre i et sans tenir compte de l'endettement :

$$\beta_{\text{titre } i} = \beta_{\text{activité } i} \times \beta_{\text{entreprise } i} \times \beta_{\text{qualité du management } i}$$

Un $\beta_{\text{qualité du management}}$ supérieur à 1 (> 1) signifiera simplement que, par rapport à la moyenne des managements observés, celui de l'entreprise i risque de tenir moins souvent ses promesses de « délivrables ». On voit, par extension, tout ce que la thématique de gouvernance pourrait également apporter en relation directe avec cette évaluation prévisionnelle de la qualité du management. Sur un horizon de quelques années, pourquoi effectivement ne pas intégrer aussi, de la part de l'investisseur, une évaluation des éventuelles lacunes en termes des facteurs suivants : expérience du management (changement de *business model*, de modèle concurrentiel, changement technologique) ; diversité (par rapport à la diversification internationale du marché, des segments de clientèle) ; renouvellement (possible difficulté de passage de témoin sur l'horizon prévu) ; indépendance des administrateurs et d'équilibre des pouvoirs au sein des organes de contrôle (possibles choix comptables ou de stratégies hors normes, potentiels conflits d'intérêts destructeurs de valeur) ; rémunérations (stimulation insuffisante du management) ; de transparence (difficulté à réajuster ses choix tant qu'il en est encore temps, compte tenu d'une insuffisance d'information pertinente). Ce $\beta_{\text{qualité du management}}$ est donc assez proche d'un éventuel $\beta_{\text{gouvernance}}$ (ou d'une série de sous $\beta_{\text{gouvernance}}$). Le $\beta_{\text{gouvernance}}$ remplacerait-il le $\beta_{\text{qualité du management}}$? Pas nécessairement, les deux informations pouvant être jugées suffisamment distinctes pour être évaluées séparément et intégrées toutes les deux. En la matière, c'est probablement l'usage qui déterminera - déterminerait - le calcul d'un tel $\beta_{\text{gouvernance}}$, à savoir la valeur ajoutée dans la précision du calcul du β final compte tenu du coût d'obtention de l'information puis de calcul d'un $\beta_{\text{gouvernance}}$.

La gouvernance étant l'un des éléments constitutifs de l'analyse ISR, on voit déjà sur ce plan précis ce que serait son apport à l'analyse financière. À ce stade cependant, une question de méthode mérite d'être posée, à savoir, s'il faut intégrer l'évaluation des éléments de gouvernance dans le calcul du β final, ou s'il ne vaut pas mieux considérer qu'il s'agit d'éléments réellement à part et qui modulent en propre. Autrement dit écrire l'équation comme :

$$R_i = R_o + \beta (R_m - R_o) + \Delta_{\text{gouvernance}}$$

avec $\Delta_{\text{gouvernance}}$ = écart (positif ou négatif) de pratiques de gouvernance

par rapport à la moyenne observée. Nous aurions alors une prime de risque gouvernance autonome²³. Outre que cette solution n'a jamais été testée empiriquement, l'inconvénient est surtout que ce Δ éventuel n'est pas ici normalisable au même titre que le β que nous connaissons comme sensibilité aux variations de marché. Comment ramener ce Δ à un certain pourcentage de rendement ? Si ce Δ est un pourcentage d'écart par rapport à des pratiques observées en matière de gouvernance, ce pourcentage ne peut être ajouté ou soustrait tel quel à une équation de rendement. Ce Δ de gouvernance devrait éventuellement être régressé par rapport à une prime de risque en termes de rendement²⁴. Il paraît en revanche bien plus opérationnel pour le praticien de l'analyse de s'en tenir au modèle MEDAF à un seul facteur et sur le plan prévisionnel de moduler un $\beta_{\text{entreprise}}$ considérant des hypothèses sur le risque spécifique que fait courir ou non le management. À destination, météorologie, bateau et équipage égal, le capitaine peut faire la différence.

Quel calcul possible pour un β_{ISR} ?

Si le principe de la modulation à la marge du β est retenu, il reste encore à déterminer le niveau et l'étendue de cette modulation. En la matière il semble que les techniques de *scoring* retrouvent une certaine pertinence. Si un ensemble de bonnes pratiques peuvent être orientées sur une échelle à sens unique (de la mauvaise à la bonne pratique), il paraît possible de les *scorer* chacune puis d'en déduire tout logiquement, par échantillon, des moyennes et des écarts types à partir desquels centrer et normer les variables obtenues^{25,26}. Éventuellement, par esprit de rigueur, on pourra préférer décomposer cette performance extra-financière via une analyse factorielle, voire par régression éliminer les effets indésirables contenus dans les *scorings* (effet taille, effet pays, effet secteur)²⁷. Au final, on aboutira à une variation en pourcentage par rapport à la moyenne des pratiques observées (cadre de l'approche du *best-in-class*), qui pourra être transcrite ensuite en $\beta_{\text{gouvernance}}$ inversé (1 pour la moyenne de l'échantillon considéré, > 1 pour les « mauvais élèves », < 1 pour les « bons élèves »). Quelle étendue parcourra ce $\beta_{\text{gouvernance}}$? Il est trop tôt pour le dire. Fondamentalement, il n'y a pas de limite, mais la pratique ou des tests économétriques devraient permettre d'en borner l'étendue dans des limites raisonnables, au maximum sans doute entre 0,5 et 1,5, et sans doute beaucoup moins, compte tenu de l'extrême sensibilité des valorisations d'entreprises aux variations du taux d'actualisation retenu.

β prévisionnel et subjectivité

La piste du β prévisionnel, modulé en fonction de la qualité de la gouvernance, mais au-delà du management des facteurs extra-financiers



de l'entreprise, nous paraît une piste prometteuse, opérationnelle et raisonnable. L'objectivation et l'élargissement des critères d'appréciation de qualité du management sont assurément cohérents avec le principe de l'analyse financière. La modulation prévisionnelle, compte tenu du contexte de management et de l'environnement changeant de l'entreprise, introduit certainement un élément non purement financier (ISR) dans le calcul de l'espérance de rendement exigé, que certains taxeraient d'emblée de « subjectif » et donc d'inapproprié. Le choix du β , dont sa période et ses modalités de calcul, est également en soi subjectif. La connaissance de la capacité du management à faire face aux nouveaux défis, stratégiques, financiers, mais aussi extra-financiers (en ceci qu'ils influent sur les transactions financières des parties prenantes avec l'entreprise) nous paraît mériter une modulation du β prévisionnel et, par là, une modulation de la prime de risque et donc du taux d'actualisation des flux futurs de l'entreprise²⁸.

Pour l'instant il est vrai que l'analyse financière et l'analyse ISR restent déconnectées, ne se rejoignant finalement que dans le processus de sélection des valeurs (processus de gestion et non d'analyse), à travers soit des limitations d'univers d'investissement soit des pondérations altérées²⁹.

L'ANALYSE ISR : UNE POSSIBLE RÉÉVALUATION DES HYPOTHÈSES SUR LES FLUX FUTURS

Intérêt et limites des évaluations dynamiques

La modulation de la prime de risque, qui intervient au dénominateur dans la série des flux (de *cash* ou de dividendes) à actualiser, n'est pas la seule piste. Les flux eux-mêmes sont également susceptibles d'être modifiés. Il existe différents modèles d'actualisation des flux de *cash* ou de dividendes (Gordon et Shapiro, Molodowski, Bates notamment). Une des différences majeures entre ces modèles et le nombre de périodes d'actualisation, autrement dit le nombre de périodes sur lesquelles l'investisseur modifie ses hypothèses d'évolution des flux. En effet, s'il est rare que le taux d'actualisation soit modifié en cours de route (encore qu'une variation de la prime de risque n'est pas à exclure sur le long terme, au contraire) la grande question est celle du numérateur. Si en année 1 la société dégage un flux (dividende ou *cash*) F_1 bien estimé, et qu'il est possible avec une forte probabilité d'estimer avec précision les flux F_2 et F_3 en années 2 et 3, les flux des années postérieures commencent à se percevoir avec un certain flou. Il est recommandé sur le plan théorique, et plus encore dans l'usage, de décomposer l'avenir en 3 périodes au moins :

- la première (de 2 à 3 années) sur laquelle l'analyste établit un compte d'exploitation prévisionnel complet, poste par poste, et en déduit les flux correspondants ;
- la deuxième, dite transitoire, de l'année $n+3$ à l'année $n+z$ (souvent $n+10$), sur laquelle l'analyste conserve le flux $n+2$ et lui applique un taux de croissance g_1 basé sur des hypothèses de croissance économique du chiffre d'affaires de l'activité et d'évolution des dépenses d'exploitation ;
- une troisième, période d'actualisation à l'infini, pour laquelle un taux de croissance g_2 des flux, en général très conservateur, est appliqué (il faut au moins que $g_2 < i$, où i est le taux d'actualisation retenu).

Autrement dit, la valeur finale V de la société est une somme de 3 sommes actualisées :

$$V = V_{1-3} + V_{4-10} + V_t \text{ où } V_t = \text{Valeur terminale}$$

Que l'on peut encore écrire comme :

$$V = \sum_{j=1}^3 \frac{F_j}{(1+i)^j} + \sum_{k=4}^{10} \frac{F_k}{(1+i)^k} + \sum_{l=10}^{\infty} \frac{F_l}{(1+i)^l}$$

En introduisant dans le calcul des deuxième et troisième périodes un taux de croissance g stable entre chaque flux, tel que

$$F_{n+1} = F_n \times (1+g),$$

et après simplification, il vient assez facilement que pour la deuxième période, on a une suite géométrique de raison $(1+g_1)/(1+i)$ et $(1+g_2)/(1+i)$ pour la 3^e période.

On touche là, à notre sens, tout l'intérêt et en même temps le paradoxe, qui, pour une part significative de sa démonstration, repose une série d'estimations conventionnelles. Avec l'utilisation des méthodes dynamiques d'évaluation reposant sur des flux actualisés, une partie importante de la valeur d'une société résulte des flux « lointains » (actualisés à un taux qui aura probablement varié d'ici là). La valeur terminale, résultat du calcul d'actualisation de la période finale, peut facilement représenter plus de la moitié de la valeur totale calculée. Et cette valeur terminale est extrêmement sensible aux paramètres de calcul que sont le flux d'entrée, son taux de croissance et le taux d'actualisation. Le plus souvent le taux de croissance est pris dans un sens conservateur, par exemple à hauteur du taux d'inflation supposé, ou de la croissance économique générale de longue période. L'actualisation est alors un art difficile, aux frontières des conventions (3 paramètres synthétisent le peu d'information sur l'avenir)³⁰.

*L'apport potentiel de l'ISR aux prévisions de moyen et long terme*

Il semblerait *a contrario* que l'analyse ISR, en prise avec les enjeux du développement durable jusqu'à leur application à l'entreprise, s'efforce justement de détecter les forces et les faiblesses, les risques et les opportunités de long terme de l'entreprise. En effet, ces éléments extra-financiers, ces facteurs structurants ou structurels - comme la pyramide des âges de l'entreprise, le niveau de formation et la capitalisation du savoir (*knowledge management*), la qualité des produits, la conformité aux normes actuelles et futures (santé, sécurité, environnement) des produits et des sites de production, la fidélisation des collaborateurs, l'équité et l'efficacité des rémunérations... - n'influent que progressivement et sur une longue période, et le plus souvent de manière graduelle et imperceptible. Sauf exceptions, leur plein effet n'est quasiment pas perceptible sur le court terme (en raison de leur inertie propre), contrairement à certains facteurs financiers, industriels ou de modèle économique (croissance externe, plans de licenciement, fusions et acquisitions, réduction des frais généraux, redéploiement des forces de vente, ouverture de nouveaux marchés). Là réside le paradoxe : c'est lorsque la prévision financière devient un art difficile, aux frontières des règles d'ordre conventionnel (choix de paramètres synthétisent le peu d'information sur l'avenir), que les facteurs extra-financiers prennent probablement tout leur sens.

16

Dans ces conditions, on comprend mieux les réticences de bien des analystes et des bureaux d'étude sur l'intégration de critères extra-financiers dans leurs méthodes de valorisation. C'est au moment où dans le calcul entrent en jeu des constantes, souvent d'ordre macroéconomique (taux de croissance national, taux d'inflation...), qu'il faudrait remettre du détail et du débat sur les perspectives et les fondamentaux propres à la société valorisée. Or, les analystes financiers savent bien que les périodes moyen et long terme constituent un *no man's land* dans l'analyse financière, une « zone de non-droit » dans laquelle chacun est d'ailleurs tenté de s'arranger pour redresser ou abaisser une valorisation jugée insuffisante par rapport à ses convictions profondes sur la société. Sur période longue, il est d'ailleurs évident que le taux de croissance perpétuel du flux futur est presque un exercice conventionnel. Affirmer, par exemple, qu'aucune des sociétés du CAC40 actuel ne connaîtra après 2015 une croissance de la génération de *cash* de plus de 3 ou 4 % relève de la convention³¹. Il nous semble au contraire qu'une analyse ISR, même sur la valeur terminale, peut jouer un rôle efficace, valeur par valeur ou secteur par secteur.

Ainsi, si au début des années 2000 une entreprise spécialisée dans la génération et la fourniture de gaz industriels a développé un important effort de R&D sur l'hydrogène et la pile à combustible et entame



une politique de développement d'actifs sur cette activité dont on sait qu'elle fera massivement partie du bouquet énergétique futur, ne serait-il pas normal que son taux de croissance de longue période soit relevé ? Une réflexion sur le développement durable fera clairement apparaître non pas la baisse du taux d'actualisation pour une entreprise bien placée sur la génération d'hydrogène (l'exigence de rentabilité ne baisse pas, non plus que le CMPC - coût moyen pondéré du capital), mais une hausse probable des flux futurs. Le taux de croissance perpétuel en toute logique doit être réajusté, avec comme conséquence une hausse de la valeur terminale. En termes relatifs, la valeur terminale pèse désormais davantage dans la valeur totale calculée, ce qui revient à dire que l'investisseur augmente son exposition au long terme³².

Des modifications possibles du compte d'exploitation prévisionnel

Si l'analyse ISR ne consistait, au final, qu'à modifier *ex post* les hypothèses de taux de croissance à l'infini, ce serait déjà un grand pas (l'impact sur les valorisations peut être considérable compte tenu de la sensibilité des valeurs terminales aux paramètres retenus)³³. Mais faut-il réduire son apport à la seule modulation du taux de croissance ? Il semble, encore une fois, que l'analyse ISR, en s'appuyant sur d'autres sources et avec un autre regard, puisse le cas échéant apporter des contributions significatives à l'analyse à court - moyen terme. Ponctuellement, l'analyse des nouvelles contraintes réglementaires, sociales mais surtout environnementales peut avoir une influence sur courte période, directement sur le compte d'exploitation. L'exemple des impacts financiers liés à la mise en œuvre de la directive 2003/87/CE (mise en œuvre du marché des quotas de carbone en Europe) a été, à de très nombreuses reprises, traité par les bureaux d'analyse financière des courtiers, notamment sur le secteur des *utilities*. L'intégration du surcoût supplémentaire des émissions non couvertes par les quotas distribués en entrée de période a entraîné mécaniquement une tendance à la hausse des prix de l'électricité. À 20 € la tonne et avec les deux hypothèses suivantes : couverture de quotas de l'ordre de 90 % et un niveau d'émission moyen de 500 kg/MWh, le coût moyen supplémentaire pour tout MWh produit est de 1 €, avec des coûts de production variant entre 28 et 40 € suivant la source d'énergie. L'impact n'est donc pas négligeable, et peut rapidement être perceptible sur le chiffre d'affaires (capacité à répercuter la hausse) et/ou les coûts de production. Comme le prix du MWh supplémentaire dépend du coût marginal de l'unité génératrice supplémentaire à mettre en activité (en général une centrale à charbon), le surcoût du CO₂ intégré dans ce prix marginal peut se traduire par une hausse de la rente pour les producteurs disposant d'un parc immunisé contre le CO₂ (forte composante



nucléaire et/ou renouvelable). Les effets des variations du prix de la tonne de CO₂ se sont fait sentir, cette année 2005, sur les marges de société comme Endesa, E.ON, RWE, Enel, EDF, et ont certainement joué un rôle dans la décision d'Iberdrola de lancer une opération de rapprochement avec Endesa, toujours en cours. Et début octobre, Rhodia a été l'objet d'une réévaluation positive au consensus à la suite de l'annonce de la probable acceptation (depuis avérée) d'un mécanisme de développement propre (MDP, ou CDM en anglais pour Clean Development Mechanism) dans les pays émergents lui permettant, à terme, de revendre sur les marchés carbonés ses quotas excédentaires.

Autre exemple significatif à notre sens de l'apport de l'ISR dans la modification du compte d'exploitation prévisionnel : le changement climatique et le secteur de la réassurance. Pendant longtemps, les variations du climat ont été tenues pour négligeables. Certes, le coût en dollar constant des catastrophes naturelles n'a cessé d'augmenter, mais cette augmentation résidait principalement pour les assureurs et les réassureurs, au final, dans l'urbanisation croissante de zones à risque, ainsi que dans la valorisation croissante des actifs économiques générés par le développement. Une catastrophe naturelle hors norme, voire une saison cyclonique hors norme, atteignaient directement les couvertures de réassurance et, par là, la marge du réassureur, mais en retour provoquait une hausse des primes de réassurance, telle d'ailleurs que la rentabilité de l'activité montait au point d'attirer de nouveaux entrants dans le secteur de la réassurance³⁴. Bref, le secteur se caractérisait jusqu'à maintenant par une cyclicité « stable ». De ce fait, l'impact attendu des catastrophes naturelles, pour les réassureurs exposés à ce risque aux États-Unis, était calculé par rapport à une moyenne long terme des pertes enregistrées (en pourcentage des primes émises) censée refléter correctement la sinistralité. Or, si le changement climatique est bien à l'œuvre et qu'il se manifeste par une fréquence accrue des événements extrêmes (sans parler de leur intensification), les statistiques cycloniques et les tables de sinistralité liées perdent en pertinence pour décrire la réalité des pertes à subir. Une plus grande fréquence rend caduque l'intégration dans la sinistralité prévisionnelle des cas constatés dans les décennies 1960 et 1970 par exemple. Une incertitude structurelle se glisse dans les statistiques et partant dans le calcul des primes pour couvrir la sinistralité. L'exercice prévisionnel devient d'autant plus délicat pour le réassureur exposé que les controverses sur le changement climatique et ses effets restent encore scientifiquement débattus et difficilement modélisables, et que la rigueur statistique l'inciterait plutôt à garder dans ses modèles les pertes enregistrées sur très longue période, alors que la période actuelle n'a peut-être plus les mêmes caractéristiques. L'inconvénient est désormais que son montant provisionné est



chaque année insuffisant pour faire face, et qu'ainsi le réassureur déçoit régulièrement les investisseurs en annonçant des résultats en deçà de ses attentes³⁵, sans parler de la difficulté grandissante à faire accepter aux assureurs non exposés géographiquement une hausse de leurs primes. Sur un cas tel que celui-là, l'analyse ISR doit être en mesure d'alerter l'analyste financier du caractère trop optimiste des hypothèses et l'inciter à modifier de lui-même ces hypothèses dans son propre compte d'exploitation prévisionnel.

Ces exemples sont donc certainement significatifs de l'apport éventuel de l'ISR en tant que porteur d'une parole contradictoire, d'un principe de précaution ou tout simplement d'un principe de réalité. Pour autant, il faut encore se garder, à ce stade de développement, de toute généralisation hâtive. Si le passage au crible des hypothèses retenues par l'analyste financier paraît souhaitable dans une approche matricielle (compte d'exploitation - enjeux ISR), il est beaucoup trop tôt et même peu probable que la plupart de ces hypothèses financières puissent être, dans leur majorité, remises en cause, soit par manque d'information plausible ou « matérielle », soit parce que l'information ISR est déjà « dans les cours » (l'analyste financier l'a déjà implicitement ou explicitement intégrée), soit parce que l'effet passe par une multitude d'interactions non imputables à une seule hypothèse (le vieillissement des effectifs peut jouer de manière diffuse sur la motivation, la grille des rémunérations, les coûts de formation, l'innovation...). Il pourrait dans un certain nombre de cas être préférable de passer par un niveau de risque systémique plutôt que par une longue et fastidieuse revue de chaque hypothèse du compte d'exploitation prévisionnel. L'information sociale et environnementale ne se laisse pas « matérialiser » si facilement que ça, par nature ou parce que les coûts d'analyse sont trop élevés.

L'analyse ISR et le « passage à la limite » du non valorisé

Le cas de Rhodia évoqué ci-dessus peut d'ailleurs s'entendre comme un passage à la limite. À partir du moment où les quotas surnuméraires étaient validés, on pouvait dès lors les considérer comme un actif (des titres financiers) avec un prix d'échange connu : on est dès lors définitivement passé dans le champ de l'analyse financière classique. Il faut d'ailleurs souligner que nombreux sont les bureaux d'analyse à avoir étudié les conséquences financières de l'irruption du marché carbone, sans avoir jamais recouru explicitement ou implicitement à une « analyse ISR ». C'est un trait à notre sens caractéristique et durable de l'éventuelle dichotomie entre analyse financière et analyse ISR. Cette dernière, si elle doit subsister aux côtés de l'analyse financière, ne peut avoir d'autonomie que si elle s'éloigne des évaluations à court terme et de la valorisation de ce qui a déjà un prix. En effet, dès lors qu'il y a un prix



(de l'actif, de l'option, du dommage) et une certaine probabilité d'occurrence, les mécanismes classiques de valorisation financière, voire comptable, se mettent en route et impactent inévitablement l'analyse.

Le cas de la crise de l'amiante est certainement révélateur. Si les agences de notation ISR avaient à plusieurs reprises tiré la sonnette d'alarme sur l'existence de ce risque grave pour la santé humaine, de manière qualitative ou prospective (effets sur les personnes sur un horizon de temps long), elles n'étaient pas en mesure de déterminer l'impact futur du coût (personne d'ailleurs). Dans le cas d'ABB, mais aussi de Saint-Gobain, il a fallu la bombe à retardement des *class actions* américaines et surtout des réclamations auprès des filiales américaines pour que les entreprises, sur le conseil de leurs services juridiques, commencent à estimer le nombre de dossiers, le montant moyen, les suites juridiques ultérieures et partant le montant des provisions à constituer. Brutalement, Saint-Gobain a dû provisionner 100 M€ par an à partir de 2001 pour les demandes concernant Certain Teed la filiale américaine. Mais une fois les provisions constituées et les premières estimations du nombre potentiel de dossiers, du montant moyen déboursé et de l'efficacité estimée des *class actions*, l'information est du domaine public de l'analyse financière, et intégrée par l'entreprise elle-même dans ses comptes, ce qui incidemment facilite la tâche des analystes et les rassure car elle leur permet de se caler par rapport au consensus de marché. L'analyse ISR n'apporte plus rien dans ce contexte, si ce n'est pour souligner que des risques amiante existent peut-être toujours, dans d'autres régions du monde, avec des coûts variables, certainement moindres.

L'exemple de l'amiante est enfin particulièrement intéressant du point de vue méthodologique car la crise qui a secoué le secteur des matériaux de construction était en germe 40 ans auparavant, en tant que passif environnemental. C'était au-delà même des traditionnels éléments « hors bilan » de la société, une externalité négative latente. L'analyse ISR, parce qu'elle a une focale différente de l'analyse financière en termes d'horizon privilégié et un autre rapport à l'entreprise, via l'intégration des sources provenant des parties prenantes, est en mesure d'apporter alors un éclairage complémentaire à l'analyse financière, directement sur les flux futurs générés (voire les retours de bâton du passé dans le cas de l'amiante) ou, comme nous l'avons dit précédemment, à travers un risque systémique latent ($\beta_{\text{qualité du management}}$) non pris en compte dans le β classique.

Les méthodes de l'ISR ont enregistré des progrès considérables, notamment dans la collecte et le traitement des informations. Les acteurs pionniers de l'analyse ISR ont eu le mérite de faire naître le



débat, de susciter l'intérêt de certains investisseurs, de pousser les entreprises à communiquer et de favoriser l'émergence de cadres volontaires ou réglementaires de divulgation de l'information ESG (environnementale, sociale et de gouvernance)³⁶.

Il faut cependant bien convenir que les méthodes d'évaluation, malgré un formalisme croissant, restent dans un champ circonscrit, normalement dévolu aux méthodes d'évaluation du management des praticiens de la qualité. Certes, de nombreux travaux ont cherché à démontrer la pertinence, en termes de performance financière, des analyses ISR ainsi conduites, mais ces analyses étaient intégrées en aval dans le processus décisionnel, et non dans l'analyse financière (modulation de l'univers d'investissement, pas de la valorisation).

La convergence directe entre l'analyse ISR et l'analyse financière est un processus à peine amorcé. Cette convergence n'est pas l'objectif ultime de l'analyse ISR (il y a certainement une vie propre des notations ISR), mais c'est un processus nécessaire si, comme l'auteur de ces lignes le pense, il y a dans les facteurs sociaux, environnementaux et de gouvernance suffisamment d'éléments susceptibles d'impacter - rarement à court terme, mais bien plus souvent à moyen et long terme - la valorisation d'une entreprise.

L'analyse ISR, pour grandir, peut ou non s'inspirer de l'analyse financière. Mais ses apports surtout peuvent et doivent certainement être retranscrits en langage financier, dans les méthodes robustes développées de longue date par l'analyse financière, ne serait-ce que pour trouver un langage commun et une base de discussion. À travers le β prévisionnel, qui entre dans le calcul du taux d'actualisation ou du CMPC, à travers des cas concrets de probable modification, soit du taux de croissance à long terme, soit de certains postes du compte d'exploitation prévisionnel, le passage à l'acte est possible et sans doute même nécessaire.

Fondamentalement, si les informations apportées par l'analyse ISR ne sont pas étrangères aux préoccupations coutumières de l'analyste financier, les méthodes d'investigation, les sources d'information et la perspective long terme de l'analyse ISR, par opposition au tropisme court-termiste de l'analyse financière, constituent probablement encore l'apport véritable actuel à l'analyse financière.



NOTES

1. Chez la société de courtage HSBC à Londres.
2. Le tournant ISR de 2005 aura consisté en la création d'un consortium international *ad hoc* de gestionnaires d'actifs et de fonds de pension, sous la dénomination d'Enhanced Analytics Initiative (EAI), pour rémunérer spécifiquement la recherche extra-financière à hauteur de 5 % du total de leurs commissions. Ce chiffre est comparable à la rémunération de ce même service par d'autres investisseurs non membres de l'EAI, et comparables également au coût de la recherche ISR *sell-side* chez certains bureaux d'analyse (courtiers). Si l'apport devait se mesurer en coût (et nul ne sait combien rapporte l'analyse financière), on pourrait dire sommairement que l'ISR représente actuellement environ 5 % de la contribution de l'analyse financière.
3. Pour plus de détails nous renvoyons et renverrons régulièrement à l'un des rares ouvrages sur le sujet, De Brito, Desmartin, Lucas-Leclin, Perrin, *L'Investissement Socialement Responsable*, Paris, 2005, Editions Economica.
4. Mistra et Sustainability, *Values for Money. Reviewing the quality of SRI research*, 2004.
5. Le principe de respect de la diversité (dans les méthodes et les objectifs) devrait sans doute être le premier que les investisseurs ISR devraient s'appliquer et se voir appliquer, avec la transparence bien entendu.
6. Voir par exemple R. Bauer *et alii*, « The Eco-Efficiency Premium Puzzle », *Financial Analysts Journal*, mars 2005.
7. Il est d'ailleurs bienvenu qu'après 3 années d'hésitation, une société comme Vigeo ait finalement admis et revendiqué que sa notation dite sollicitée n'était pas une notation mais un audit de conformité sociale et environnementale.
8. D'où finalement le terme de notation déclarative utilisé dès 2002 par Vigeo pour qualifier les profils et les notes d'entreprise réalisés uniquement et unilatéralement à partir de la documentation publique et semi-publique des entreprises.
9. Notamment la filiation directe avec les mouvements de qualité totale (type EFQM) et les méthodes de Balanced ScoreCard développées à partir de Norton et Kaplan après 1996. Pour plus de précisions, voir De Brito *et alii*, *op. cit.*, Paris, Economica, 2005, chapitres 1 et 4.
10. Voir chapitre 4, De Brito *et alii*, *op. cit.*
11. Voir Léa Durupt, *Notation et Environnement*, Paris, 2005, Éditions Chaos.
12. Le débat reste d'ailleurs centré autour de la légitimité et de la crédibilité de l'ISR comme forme d'investissement. Sur le premier plan, un pas important a peut-être été franchi récemment par la publication sous l'égide de l'UNEP Fi d'une étude d'ensemble (« A legal framework for integration of social, environmental and governance issue into institutional investment », Freshfields, Bruckhaus, Deringer, oct 2005) sur la compatibilité ou non de l'ISR et de la responsabilité fiduciaire, c'est-à-dire sur la possibilité juridique d'introduire dans les critères de gestion des critères apparemment non directement reliés à la performance financière (mais qui le sont éventuellement à un deuxième niveau).
13. Nous restons persuadés qu'il y a un immense champ prédictif à explorer en matière de futures performances sociales et environnementales, sans exclusive des capacités prédictives en matière purement financière.
14. On ne confondra pas ici avec l'étude de performances de portefeuilles fictifs constitués après-coup en année n et essayant de démontrer une surperformance depuis l'année n-10, n-5 ou n-3 par exemple. La non-performance quasi systématique de tous les indices ISR depuis leur lancement réel, malgré des études préliminaires dites de *back-testing* plutôt flatteuses, indique assez la nature du problème. Schématiquement, ces phases de *back-testing* sont entachées d'erreur à au moins 3 niveaux : un biais lié à la base (possibilité de choisir la base de comparaison passée la plus favorable), la prime aux survivants (connu sous le nom de biais du survivant), et d'autre part le doute légitime entre la cause et l'effet (le caractère ISR a-t-il causé la surperformance financière ou n'est-ce pas la surperformance financière qui a autorisé le caractère ISR plus marqué de la société, via une allocation de ressources plus favorable aux parties prenantes) ?
15. Voir De Brito *et alii*, *op. cit.*, fin du chap. 4.
16. Ici encore on évitera la confusion avec les méthodes d'évaluation reposant sur une distinction risques-opportunités, très courante dans le domaine ISR. On traite ici du risque propre au titre, habituellement approché par l'évaluation de son β , ou sensibilité du cours du titre aux variations de marché.



17. En effet, en matière d'ISR, il y a une certaine forme d'urgence à aller vite. La première urgence résulte certainement de la montée des périls et des enjeux de développement durable planétaire. Si l'analyse et la notation ISR devaient prendre autant de temps pour parvenir à maturité et s'imposer qu'il n'en a fallu à l'analyse et la notation financières (20 à 50 ans), certains enjeux auraient acquis un tel caractère irréversible (on pense notamment au changement climatique) que l'analyse ISR arriverait probablement trop tard pour être d'une quelconque efficacité, tant financière que sociétale. En outre, l'analyse financière a déjà suffisamment montré la voie et défriché le terrain des méthodes et de la communication financière (voir De Brito *et alii*, *op. cit.*, chap. 5) pour qu'en parallèle il soit espéré que l'analyse ISR progresse rapidement sans avoir à souffrir trop longtemps de la comparaison, sous peine de décrédibilisation durable.

18. Les références pionnières en la matière sont R. Freeman, *Strategic Management : a Stakeholder Approach*, Boston, 1984 et A. Carroll, « A Three Dimensional Model of Corporate Performance », *Academy of Management Review*, vol. IV-4, 1979.

19. Comment en serait-il autrement d'ailleurs ? Aurait-il été possible que les marchés « efficaces » passent massivement, systématiquement, à côté d'une information essentielle susceptible d'avoir un impact fort, non pas sur la valorisation de quelques sociétés de temps en temps, mais sur la valorisation potentielle de toutes les sociétés. C'est peu probable au vu des dernières décennies de la Bourse, et peu probable également vu la quantité et la qualité des moyens déjà mis en œuvre sur les marchés financiers pour obtenir l'information la plus pertinente, la plus précise et la plus complète au moment le plus importun. En revanche, au cas par cas, ou plus systématiquement sur certaines marges, il reste certainement un champ à explorer et investir.

20. Pour simplifier on ne tiendra pas compte ici de l'effet de levier de l'endettement sur le β . Dans ce cas-là, et hors fiscalité $\beta_{action\ i} = \beta_{activité} (1 + D/E)$, avec $D =$ Dettes et $E =$ Capital (à la valeur de marché).

21. Voir tout manuel de finance, comme par exemple R. Goffin, *Principes de Finance Moderne*, Économica, chap. 7 ou Philippe de La Chapelle, *L'Évaluation des Entreprises*, Économica, chap. 4.

22. Encore une fois sans tenir compte de l'effet de levier d'endettement propre à chaque titre.

23. On n'y reviendra pas par la suite, mais il est loisible dans cette discussion d'élargir le propos et de considérer que la prime de risque doit également s'appliquer aux champs sociaux et environnementaux, pour considérer finalement que le vrai Δ n'est pas un Δ gouvernance mais plus largement un Δ isr.

24. Ce qui nous rapprocherait en fait progressivement des modèles multifactoriels de type Fama-French ou Carhart, décomposant le rendement d'un titre par plusieurs facteurs et aboutissant en définitive à des équations générales de type :

$$(R_t - R_{ft}) = \alpha_i + \sum_{j=1}^n \beta_j F_{jt}$$

où α_i (excès ou déficit de performance) est censé n'être pas significativement différent de zéro, où les β_j sont des constantes de régression et les F_{jt} des facteurs de risque à rémunérer, dont éventuellement les effets taille, *growth/value, momentum...*, mais pourquoi pas aussi les risques gouvernance, les risques sociaux, les risques environnement... Dans ce cadre-là cependant (qui reste totalement à explorer), l'on sort du cadre de l'analyse financière au profit du strict cadre de la gestion et au contrôle de performance.

25. D'où l'intérêt de recourir à des agences de notation à forte couverture, afin d'obtenir des échantillons statistiques significatifs. Utile également pour confronter les notes provenant de différentes agences, les échelles de *scoring* étant propres à chacune.

26. Pour un aperçu des techniques de *scoring*, des critères extra-financiers et des approches habituellement retenus par les différents prestataires que sont les agences de notation sociale et environnementale, le mieux est de se référer à leurs guides méthodologiques, à des guides comme celui de l'Orse (*Guide des organismes d'analyse sociale et environnementale*, mis à jours tous les 2 ans). Voir aussi De Brito *et alii*, *op. cit.*, chap. 4.

27. Voir par exemple Hélène Parthenay, « Les biais affectant les notes des agences de notation sociale et environnementale », mémoire de fin d'étude HEC reformulé en article présenté au Grand Prix européen du FRR, décembre 2005.

28. Cette piste, bien que prometteuse, reste encore pour l'essentiel inexplorée, tant sur le plan académique que pratique.

29. Voir par exemple De Brito *et alii*, *op. cit.*, chap. 7.

30. D'une certaine manière ce « mur du long terme » renvoie les analystes financiers vers les estimations les plus précises possibles du court terme, notamment les résultats trimestriels, que chacun s'efforcera de



prévoir avec une marge d'erreur ultra-faible, aidé d'ailleurs en cela par les propres prévisions de court terme de la société (les « *guidances* »).

31. D'un autre côté, quel analyste financier de 2005 sera encore là en 2016 pour défendre son taux de croissance g de l'époque ?

32. C'est par exemple très exactement le raisonnement suivi lors de la révision le 21 décembre 2005 par CM-CIC Securities de son objectif de cours pour Air Liquide. La réévaluation du potentiel hydrogène au-delà de 2015 a conduit l'analyste à relever son taux de croissance g de 1/2 % (50 points de base), d'où une hausse finale de l'objectif de cours de 150 à 170 € (+13 %), la valeur terminale représentant dès lors 73 % de la valeur totale estimée de la société.

33. Certains investisseurs ont d'ailleurs implicitement retenu cette conception de l'analyse ISR. Ainsi le gestionnaire d'actifs britannique Henderson Global Investors a effectué un long travail de cartographie des activités nouvelles liées aux fondamentaux du développement durable (vieillesse démographique, besoins en eau et en énergie, énergies renouvelables, tourisme...) vouées à être freinées par l'apparition de nouvelles problématiques planétaires. Sur la base de cette cartographie développement durable, ils ont passé au crible toutes les entreprises de leurs univers d'investissement, en examinant l'exposition de chacune (chiffre d'affaires notamment) à ces nouvelles opportunités et à ces risques latents, pour en déduire un nouvel univers d'investissement. Incidemment, ce *screening* quantitatif et qualitatif correspond bon an mal an à une révision sur longue période du taux de croissance perpétuel, considéré suivant les cas comme sur ou sous-évalué.

34. Il est fait ici référence à la première génération de bermudiens, ces réassureurs installés dans les conditions fiscales avantageuses des Bermudes après le cataclysmique cyclone Andrew en 1992.

35. Un réassureur comme Hannover Re a ainsi annoncé un résultat Q3-2005 une nouvelle fois en dessous de ses attentes, dû à une forte exposition au risque de catastrophe naturelle aux États-Unis. Les saisons 2004 et 2005, exceptionnelles en termes d'activité cyclonique et de coûts associés (avec 80 Md\$ de coûts assurés, 2005 pulvérise le précédent record de... 2004). La société a annoncé réfléchir à une révision à la hausse de ses provisions catastrophes naturelles, passant de 6 (moyenne historique) à 8 % des primes émises. Le coût en 2005 représenterait environ 12 % de ses primes émises (source ESN). Pour plus de détails sur les coûts des catastrophes naturelles, Munich Re et Swiss Re publient chaque fin d'année un bilan mondial en la matière, disponible sur leur site Internet.

36. Ce point, très important, n'a pas été traité dans le cadre de cette contribution. Pour plus de détails, on peut à encore se référer à De Brito *et alii*, *op. cit.*, chap. 5.