



# LA GESTION FRANÇAISE DE PORTEFEUILLES ET L'ENVIRONNEMENT

MICHEL VIGIER\*

L'« éthique » est aujourd'hui à la mode dans la finance parisienne, grâce à la Loi Nouvelles réglementations économiques (NRE) du 15 mai 2001, obligeant les sociétés cotées à publier un rapport d'activité « développement durable », et surtout à la nouvelle Loi du 19 février 2001 sur l'épargne salariale, entraînant une implication croissante et de nouvelles exigences des syndicats ; or, l'environnement constitue un des cinq principaux critères de jugement des entreprises par les gestionnaires de portefeuilles dits « éthiques » ou encore « socialement responsables ». Jusqu'à maintenant, les entreprises françaises cotées se sont fort peu préoccupées d'environnement, à l'instar de la plus grande d'entre elles, Total Fina Elf, responsable des deux plus grandes catastrophes écologiques récentes en France. Or, la prédominance traditionnelle des grandes banques à réseau sur la gestion française de valeurs mobilières, et les multiples conflits d'intérêt correspondants, amènent à s'interroger sur le sérieux de leur récent engouement, et les alternatives possibles.

## *LE RÔLE DOMINANT DES BANQUES*

Contrairement aux pays anglo-saxons et notamment aux États-Unis (encore sous influence de l'ancien *Glass Steagle Act*, imposant la séparation des métiers de banque commerciale et de banque d'investissement), l'Europe Continentale, et en particulier la France, vivent sous le modèle de la banque universelle, captant l'ensemble des métiers (collecte des dépôts et distribution de crédits, opérations de haut de bilan et transactions secondaires, gestions pour compte propre et de tiers...) et des clients : entreprises, particuliers, institutions, associations... C'est pourquoi les gestions françaises de portefeuilles apparaissent également universelles, et dominées par les banques.

\* Gérant de portefeuilles « éthiques ».

À l'inverse des États-Unis, où l'offre de gestion apparaît très diversifiée entre banques commerciales traditionnelles, supermarchés financiers (type Citicorp ou Amex), assureurs, et sociétés spécialisées (de la plus grande Fidelity aux multiples boutiques et autres *hedge-funds*), les gestions françaises de valeurs mobilières ressortent très concentrées :

**Tableau n° 1**  
**Encours d'OPCVM françaises à fin mars 2002 par gérants**

Milliards d'euros	trésorerie	%	actions +oblig	%	ensemble	%
grandes banques à réseau	183,1	69,1%	211,7	63,8%	394,8	66,2%
autres banques généralistes	22,8	8,6%	29,8	9,0%	52,6	8,8%
assureurs	16,8	6,3%	50,8	15,3%	67,7	11,3%
gestions spécialisées	42,1	15,9%	39,3	11,9%	81,4	13,6%
total OPCVM	264,8	100,0%	331,6	100	596,5	100

On constate que les 3/4 des OPCVM (Sicav et Fonds communs de placement) françaises sont gérés par les grandes banques de réseau ou d'investissement, et 11 % par les assureurs ; il ne reste que 14 % pour les gestions spécialisées (et 12 % seulement en ce qui concerne les actions ou obligations), qui sont le plus souvent des filiales d'institutions financières étrangères voire françaises, et très accessoirement de petites structures réellement indépendantes ; on estime généralement que les « boutiques » de gestion de valeurs mobilières représentent en France moins de 5 % du total des encours.

De plus, la concentration apparaît extrêmement forte puisque les six premiers réseaux bancaires (BNP-Paribas, Socgen, Crédit Agricole, Crédit Lyonnais, Banques Populaires et l'ensemble CDC, Caisses d'Épargne et La Poste) monopolisent 54 % de l'encours total d'OPCVM, et 56 % de l'encours actions et obligations.

Contrairement aux États-Unis, où l'offre de gestion ressort segmentée par clients (*brokers* et banques commerciales plutôt tournés vers la clientèle particulière, supermarchés/assureurs/sociétés spécialisées plutôt tournés vers la clientèle institutionnelle et notamment les fonds de pension, boutiques et *hedge-funds* plutôt tournés vers les fonds de pension et les riches particuliers), les banquiers et assureurs français démarchent l'ensemble de la clientèle et ne segmentent leur offre que pour certains produits spécialisés.

Cette concentration et cartellisation bien française de l'offre de gestion de valeurs mobilières entraîne deux conséquences principales :  
- d'une part, une aversion aux risques stimulée par l'importance de la clientèle particulière au sein de l'ensemble de leurs encours ; d'où des



stratégies d'investissement qui privilégient la sécurité dans les placements de taux d'intérêts, et la gestion indicielle ou para-indicelle dans les placements en actions ; se généralisent ainsi des méthodes de gestion tendant à coller le plus possible aux grands indices boursiers nationaux et aujourd'hui régionaux (Amérique du Nord, Europe, Japon, marchés émergents). Le *stock-picking*, *i.e.* le choix des valeurs, devient très secondaire et les critères correspondants de sélection des valeurs se banalisent et privilégient le consensus ; à titre d'exemple, on rappellera que la quasi-totalité des analystes financiers et gérants de portefeuilles en France et dans le monde ont activement participé aux excès de la bulle télécom/Internet de 1999-2000, et que la semaine précédant la faillite d'Enron 85 % des analystes de Wall Street publiaient des recommandations acheteuses...

- d'autre part, un problème majeur de conflit d'intérêt entre leur activité de conseil aux émetteurs (entreprises, États et collectivités locales, institutions financières...) et celle de conseil aux investisseurs, et au premier chef de leurs propres activités de gestion. Qu'il suffise de rappeler que leurs bureaux d'analyse financière travaillent indifféremment pour les deux branches de la banque, ainsi que cela vient d'être abondamment démontré à Wall Street par les plaintes contre Merrill Lynch et d'autres grands *brokers* devant les tribunaux. Or, les commissions encaissées par les banques varient de 1 à 10 en faveur des activités de conseil aux émetteurs, et il n'est donc pas étonnant que les préoccupations ou intérêts de ces derniers soient systématiquement privilégiés au détriment des investisseurs, et en particulier des petits porteurs. Certes les gestions bancaires ont essayé de développer leur propre capacité d'analyse ou d'évaluation, mais cela demeure embryonnaire et de peu de poids face au rouleau compresseur des syndicats d'émetteurs.

En définitive, la prédominance des banques françaises dans la gestion de valeurs mobilières, leurs types de gestion indiciel, et la priorité qu'elles accordent à leurs clients émetteurs, peuvent expliquer leur faible réaction face à l'émergence de l'investissement socialement responsable et, en particulier, leur faible attention aux problèmes d'environnement : cela s'illustre parfaitement dans le fait que le titre le plus représenté dans les OPCVM françaises reste, et de loin, Total Fina Elf (près de 14 % de l'indice CAC 40), alors qu'il apparaît directement impliqué dans les deux plus grandes catastrophes écologiques françaises récentes : la marée noire bretonne de l'Erika, et l'explosion de l'usine AZF toulousaine.

### LA RÉPONSE DES GESTIONS ÉTHIQUES

Les gestions « éthiques », c'est-à-dire utilisant les critères d'investissement socialement responsable ou encore de développement durable, apportent une réponse aux épargnants qui se préoccupent d'environne-



ment, dans la mesure où celui-ci constitue un des cinq grands critères d'évaluation, à côté des relations avec les salariés, les sous-traitants, les actionnaires, et la société civile (y inclut le respect des droits de l'homme). Ce critère d'environnement n'inclut d'ailleurs pas le seul respect des règles édictées par les autorités (nationales ou communautaires), mais aussi la prise en compte des préoccupations environnementalistes dans la stratégie générale de la société ; c'est ainsi que l'essor récent du flux tendu, dans la relation entre les entreprises et leurs fournisseurs et/ou leurs distributeurs, entraîne des conséquences fortement négatives sur l'environnement : multiplication exponentielle des transports par camion (responsable du quart des émissions de CO<sub>2</sub>), et dégradation du cadre de vie des riverains...

L'appréhension du critère environnementaliste par une gestion « éthique » se heurte à deux principaux obstacles :

- mauvaise qualité des informations en provenance des sociétés : parmi les grandes entreprises françaises du CAC 40, 20 parlent d'un programme environnement, 9 publient un rapport environnement spécifique, et 3 seulement ont développé des programmes de mécénat « environnement » ; la plus grande entreprise française Total Fina Elf a attendu 2002 (après l'Erika et AZF) pour publier une annexe à son Rapport annuel comprenant 16 pages sur le développement durable (dont quelques pages sur l'environnement) ; il apparaît d'ailleurs extrêmement instructif que le département créé à cette occasion fasse partie de la Direction stratégie et évaluation des risques, et concernant l'environnement, il est clair que la préoccupation principale du groupe est la mobilisation de ses ressources internes vers la minimisation des risques d'accidents, et de leurs conséquences humaines et financières. Nulle part, il n'est question de dialoguer, voire de confier à des tiers (type ONG, collectivités locales, comités de riverains... en France comme à l'étranger) des missions d'audit et/ou de réflexion sur l'avenir ; on notera d'ailleurs que la Fondation marée noire annoncée à grands cris lors du naufrage de l'Erika a disparu du tableau... *A contrario*, le premier rapport développement durable (60 pages) de Lafarge témoigne de la capacité d'une multinationale française à aborder sérieusement le sujet, même si elle reconnaît l'insuffisance des audits externes dans le processus d'évaluation ; mais, ce rapport reste pour l'instant l'exception (avec celui de Monoprix) ;

- mauvaise qualité des agences d'évaluation : en France, Arese seule se positionne aujourd'hui comme cabinet d'audit « éthique », même si des structures plus petites (comme le CFIE) ou en projet (comme celui de Nicole Notat) émergent ; or, Arese, créée en 1997, reste une émanation du secteur public (groupe Caisse de dépôts) et se situe dans une logique « institutionnelle » : reposant pour l'essentiel sur les informations



communiquées par les entreprises elles-mêmes (via la lecture des documents officiels ou leurs réponses à son questionnaire), Arese les classe les unes par rapport aux autres avec un système de notations relatives ; elle se pose peu de questions d'ordre stratégique, en cherchant à valider les informations, voire changer d'approche avec des partenaires externes (syndicats, ONG, collectivités locales...). Ainsi que l'a récemment résumé sa présidente Geneviève Ferone, « au-delà des mécanismes binaires fondés sur l'exclusion, *de facto*, de pans entiers de secteurs d'activité pour des raisons éthiques personnelles ou communautaires, un consensus émerge sur la nécessaire évaluation globale de l'entreprise en complément des modes d'évaluation traditionnels strictement financiers »<sup>1</sup> ; en clair, noyons ce qui fâche dans une approche « globale » !

Le gestionnaire « éthique » se retrouve ainsi livré à lui-même et contraint d'éliminer un grand nombre de valeurs de son champ d'investissement, soit par insuffisance d'informations et incapacité de justifier son jugement, soit parce que ces entreprises font défaut sur un ou plusieurs des cinq critères précédemment énoncés : le critère environnemental amène ainsi à éliminer de la sélection de valeurs Total, mais aussi Peugeot (grand promoteur du moteur diesel) ou Alstom (usines polluantes, implication dans la filière nucléaire) ; la prise en compte des autres critères entraîne de fortes réticences sur des secteurs comme les banques généralistes (qui participent d'une manière ou d'une autre au recyclage de l'argent sale via les paradis fiscaux et/ou d'autres mécanismes) ou les laboratoires pharmaceutiques (du fait de leurs réticences à approvisionner les pays pauvres). En définitive, le gérant « éthique » peut être entraîné à éliminer la moitié des grandes entreprises françaises composant le CAC 40, ce qui pose un sérieux problème de diversification des risques : pour le contourner, quelques acrobaties deviennent nécessaires, comme la sélection des assurances plutôt que des banques afin de conserver une exposition au secteur financier, ou le choix de valeurs moyennes plus faciles à appréhender que les multinationales.

Au total, on constate que l'intégration du critère environnemental, au même titre que les autres critères « éthiques », peut s'avérer très discriminant pour un gestionnaire de portefeuilles, ce qui contribue à expliquer le flou des critères de sélection de la plupart des gestions éthiques françaises.

### *PERSPECTIVES DE LA GESTION ÉTHIQUE EN FRANCE*

Aujourd'hui, le poids des gestions éthiques demeure tout à fait marginal dans l'industrie française de la gestion de valeurs mobilières : 40 Sicav et FCP ouverts au public collectent 0,4 % de l'ensemble des OPCVM long terme (actions et obligations), et 0,2 % de l'épargne financière des ménages ; cette situation contraste violemment avec les pays anglo-saxons, et notamment les États-Unis où la gestion

« éthique » atteint 14 % de l'ensemble des fonds d'investissement, y compris les fonds de pension. De plus, les fonds socialement responsables français apparaissent le plus souvent gérés par les grandes banques :

**Tableau n° 2**  
**Fonds SR ouverts au public au 28/02/02**

Millions d'euros	encours	%
Grandes banques à réseau	491	54,6
Autres banques généralistes	130	14,4
Assureurs	37	4,1
Gestions spécialisées 242 26,9%		
Total OPCVM	900	100

Source : Terra Nova

On notera toutefois que la part des assureurs est sous-estimée, car elle exclut Axa et sans doute d'autres compagnies, qui gèrent d'importants fonds SR dans le cadre de l'épargne salariale, donc non ouverts au public ; on estime aujourd'hui l'encours total de fonds ISR en France à 1,3 Md€, dont 81 % gérés par les grandes banques et assurances. Quelques petites entités de gestion (Apoge, Abf, Meeschaert, Prado, Storebrand) ont réussi à percer grâce à une expertise originale, mais restent marginales

Cette dominance des grandes institutions financières françaises dans la gestion « éthique » pose la question de l'indépendance de leur processus d'investissement et sélection de valeurs, compte tenu de ce qui a été souligné précédemment sur leurs méthodes générales de gestion.

**Tableau n° 3**  
**Principales lignes de portefeuille au 31/12/01**

Principaux postes du portefeuille	nombre d'OPCVM	%
Grandes banques	22	66,7
Laboratoires pharmaceutiques	23	69,7
Total Fina Elf	3	9,1
Ensemble	33	

Source : Novethic

On constate que sur les 33 fonds « actions » étiquetés socialement responsables, les deux-tiers détiennent en portefeuille des lignes significatives de banques généralistes et de laboratoires pharmaceutiques, et près de 10 % des positions importantes en Total Fina Elf, dont on doit logiquement contester la présence dans des portefeuilles dits « éthiques ».



Ce manque de sérieux dans la sélection des valeurs composant les portefeuilles peut aussi s'expliquer par le type de conseils dont s'entourent ces gérants bancaires : 85 % de ces fonds s'appuient partiellement ou totalement sur Arese, alors que l'approche relative de cette dernière permet aux gérants de détenir la totalité du CAC 40, en se préoccupant seulement de sur/sous-pondérer par rapport à l'indice !

Malgré tout, et depuis quelques mois, la Place financière parisienne s'empare du thème de l'investissement « éthique » ou socialement responsable, à cause de la nouvelle Loi Fabius de février 2001 sur l'épargne salariale : en effet, cette dernière ouvre l'accès à l'ensemble des salariés (15 millions contre les 5 millions antérieurs des grandes entreprises), et introduit la négociation entre partenaires sociaux dans le choix des sociétés de gestion et vecteurs d'investissement ; du coup, les syndicats sous l'impulsion de la CGT et de la CFDT se sont emparés de l'enjeu, en introduisant une revendication de composante socialement responsable dans les véhicules d'investissement offerts aux salariés. Cela explique la profusion d'offres nouvelles en provenance du secteur bancaire et des assureurs, mais aussi la prudence du Comité intersyndical sur l'épargne salariale (CIES) dans l'agrément des produits ; car la plupart des établissements financiers français restent dans une logique marketing, et font peu d'efforts sur le fond, c'est-à-dire sur la recherche et l'élaboration de stratégie d'investissement et sélection de valeurs réellement IR ; à notre connaissance, seuls Axa et le Crédit Lyonnais ont pour l'instant créé une cellule dédiée d'analystes et de gérants.

On peut donc s'interroger sur l'efficacité de simples lois et règlements pour créer un véritable mouvement durable en faveur de l'investissement éthique en France ; certes, la tradition de notre pays consiste à se reposer sur la régulation étatique, mais l'exemple de l'inefficacité des multiples programmes et autres réglementations sur l'environnement depuis 50 ans incite au scepticisme. Que l'on en juge sur l'incapacité à imposer la priorité aux transports collectifs sur la route, ou encore sur l'incapacité à empêcher le mitage du littoral atlantique et surtout méditerranéen ; quand, aux cotés des indépendantistes corses, un préfet essaie de faire respecter les plages, il se retrouve en prison !

En fait, les principaux acteurs de la protection de l'environnement dans la période récente se retrouvent plutôt du côté de la société civile : quelques grandes entreprises qui ont pris conscience de l'importance de l'enjeu (Lafarge plutôt que Total) - des municipalités à l'écoute de la grande majorité de leurs électeurs - et surtout les multiples associations de défense, comités de quartier, groupes de pression... qui participent au quotidien à une régulation démocratique.

Dans cet ordre d'idée, la mobilisation des grandes centrales syndicales, puis de leurs fédérations de branche, sections départementales, et

syndicats locaux, peut constituer le ferment démocratique d'implication de l'ensemble des salariés dans la gestion « éthique » de leur épargne ; l'enjeu est énorme car il implique un important travail d'information et de formation, dont Nicole Notat semble prendre conscience en créant une Agence européenne d'évaluation sociétale et environnementale des entreprises. On remarquera d'ailleurs que, sur les problèmes d'environnement, les syndicats peuvent se trouver en contradiction entre l'impératif de protection/sécurité et leur objectif de défense de l'emploi : après l'explosion de l'usine AZF de Toulouse et les propositions de fermeture des usines Seveso, leurs revendications doivent se déplacer vers l'exigence de reconversion des installations sur des métiers et/ou techniques non-polluants ou risqués.

Le rôle des ONG peut également se révéler ambigu : les grandes organisations de protection de l'environnement (Greenpeace, WWF, Amis de la Terre...) peuvent être sollicitées par les entreprises elles-mêmes ou les pouvoirs publics, afin de conseiller, voire d'auditer leurs politiques ou leurs pratiques ; elles se retrouveront alors rapidement prises dans les mêmes contradictions que les gérants de portefeuilles (information orientée, rémunérations par le client, tendance au compromis), alors que l'efficacité de leur rôle demeure fondée sur une contestation plus ou moins radicale.

14

En conclusion, la prise en compte de l'environnement, notamment par les gestions « éthiques », devrait se développer en France, sans se faire d'illusion sur la collaboration de la finance parisienne, et notamment des banques dont les préoccupations resteront principalement d'un autre ordre. Il faudra parier sur l'émergence d'une demande en provenance des épargnants eux-mêmes, plus ou moins stimulée par les organisations syndicales, les ONG, et autres représentants de la société civile. Car l'enjeu d'une gestion éthique aujourd'hui ne consiste pas tant à éliminer les mauvais élèves, qu'à faire évoluer l'ensemble de la classe des entreprises vers une réelle prise en compte d'exigences qui concernent rien moins qu'un monde meilleur pour les générations futures.

### NOTE

1. *Les Echos* du 03/05/02.