

# L'INVESTISSEMENT ÉTHIQUE ET LA FINANCE SOCIALEMENT ACTIVE AUX ÉTATS-UNIS

JÉRÔME POUDRILLE\*

L'investissement éthique, ou socialement responsable, est un processus par lequel l'investisseur tente de prendre en compte les conséquences morales, sociales et environnementales de son investissement, dans le cadre d'une analyse financière rigoureuse.

Cette approche permet d'identifier et d'investir dans des sociétés qui respectent un certain nombre de normes ou de critères favorables aux pratiques morales ou sociales jugées par l'investisseur comme digne de soutien (comme le respect par l'entreprise de la santé publique, de l'environnement, de ses salariés...). Aux États-Unis, la définition inclut les domaines communautaires (*race or gender projects*).

Les investisseurs moralement et socialement responsables peuvent être des particuliers, mais également des fonds de pension, des entreprises, des universités, des fondations, des

communautés religieuses, ou d'autres organisations à but non lucratif. L'objectif est un placement dans des produits permettant de satisfaire l'objectif de maximisation financière, tout en contribuant à une économie « humanisée », plus juste et plus durable.

L'investissement éthique aux États-Unis est un secteur en pleine expansion ces deux dernières années. Trois types d'action peuvent ressortir à une notion de finance socialement responsable et active conçue de manière large : l'investissement éthique *stricto sensu* par inclusion de critères dits moraux dans la sélection des projets ; l'actionnariat « mobilisé » faisant pression sur les directions d'entreprises ; et, enfin, la finance « communautaire » (de solidarité, dans le vocabulaire français). Après avoir retracé l'histoire de l'investissement éthique aux États-Unis, l'étude s'attachera à décrire l'importance de chaque type d'approche.

---

\* Conseiller financier adjoint à l'Agence financière du Trésor à New York.

## DES RACINES ANCIENNES, UN ESSOR CONTEMPORAIN

Les premières formes d'investissement éthique remontent aux Quakers qui refusaient d'investir dans tout ce qui favorisait l'armement ou l'esclavage et évitaient les *sin stocks* (actions du péché), c'est-à-dire les entreprises intervenant dans les secteurs de l'alcool, du tabac ou du jeu.

Les débats sur la responsabilité sociale des entreprises ont été renouvelés dans le climat politique des années 1960 et de la guerre du Vietnam. Les thèmes défendus et mis en avant se sont progressivement élargis dans les années 1970 pour prendre en compte les conditions de travail, la contestation du nucléaire et, surtout, la lutte contre l'apartheid.

En parallèle, l'investissement communautaire continuait son développement, avec peut-être plus d'initiatives spectaculaires que de succès indiscutables. Sur tout, dans les années 1990, le domaine de l'investissement éthique s'est élargi à l'environnement, notamment après les accidents de Bophal, de Tchernobyl, de l'Exxon Valdez, les constats d'un probable réchauffement climatique...

Plus récemment, la question des droits de l'homme, à travers des points précis comme la mise en cause du travail des enfants, et celle des conditions de travail décentes (hygiène sur les lieux de travail, sécurité) dans les usines du monde entier, qui produisent des biens de consommation pour le marché américain, sont devenues des points de ralliement pour des investisseurs éthiques.

Il n'existe pas de vrai point focal ou de ralliement (sauf peut-être le tabac...),

compte tenu de l'extrême diversité des préoccupations dites éthiques dans le contexte culturel et politique américain (les associations classées à droite sont au moins aussi actives que les successeurs contemporains des gauchistes des années 1960). Mais une certaine volonté de coordination se décèle, cependant, actuellement, avec la création d'un forum annuel des fonds d'investissement éthiques.

## ÉVOLUTION DE L'INVESTISSEMENT ÉTHIQUE AUX ÉTATS-UNIS

Près de 12 % du stock d'épargne mobilière gérée collectivement aux États-Unis (soit 2 340 milliards de dollars sur 19 900 milliards de dollars en 2001) sont gérés à travers des portefeuilles caractérisés par au moins un élément de la finance socialement responsable.

L'investissement éthique, au sens large, s'est remarquablement développé aux États-Unis dans la décennie 1990. En 1984, selon le Social Investment Forum (SIF), le montant des actifs gérés selon les principes de l'investissement éthique n'était que de 40 milliards de dollars. Entre 1995 et 1997, le SIF a constaté une croissance de ce segment de l'investissement financier, due notamment à une hausse des portefeuilles utilisant des critères extrafinanciers et à un développement de l'actionnariat engagé. Ainsi, l'encours des actifs avait atteint, en 1997, 1 180 milliards de dollars contre 639 milliards de dollars en 1995. En 1999, le SIF souligne l'accélération de

la croissance, puisque les encours avaient presque doublé en deux ans, soit 2 160 milliards de dollars. De 1999 à 2001, l'investissement éthique a continué de croître, mais à un rythme plus lent (soit 8 %), dans un contexte boursier global baissier.

La principale source de cette hausse réside dans l'accroissement des actifs gérés dans des portefeuilles « éthiquement » filtrés : ceux-ci ont crû de 36 % passant de 1 490 milliards de dollars en 1999 à 2 030 milliards de dollars en 2001. Le taux de croissance des portefeuilles filtrés à l'aide de critères socialement responsables est 1,5 fois plus élevé que la croissance de l'ensemble des encours gérés de manière collective aux États-Unis sur la même période de deux ans. Selon le rapport 2001 du Nelson Directory Investment Managers, le total des encours sous mandat de gestion, tous types confondus, atteint 19 000 milliards de dollars en 2001 contre 16 300 milliards de dollars en 1999, soit un taux de croissance de 22 % contre 36 % pour les portefeuilles liés à l'investissement éthique.

En termes de méthodologie et de comparaison internationale, il est important de noter que ces montants concernent des investissements réalisés par des particuliers, des fonds de pensions, des institutions religieuses, des organisations sans but lucratif, des universités, des fondations...

## UN GISEMENT D'INVESTISSEURS ÉTHIQUES

Les actifs relatifs à l'investissement dit éthique gérés pour compte de tiers,

qu'il s'agisse d'investisseurs institutionnels ou individuels, ont augmenté de près de 40 % entre 1999 et 2001, donc de façon plus marquée que les investissements éthiques traditionnels. Ces encours ont atteint 1 870 milliards de dollars en 2001, alors que leurs montants étaient de 1 343 milliards de dollars en 1999, 433 milliards de dollars en 1997 et 150 milliards de dollars en 1995.

Il existe maintenant 230 supports de gestion collective aux États-Unis (*mutual funds* ouverts au public qui ont recours à des critères extra-financiers dans la gestion active de leurs portefeuilles contre 168 en 1999). Malgré le renversement de la conjoncture, les encours de ces fonds sont restés stables et semblent plus attractifs pour les investisseurs : 153 milliards de dollars en 2001 contre 154 milliards de dollars en 1999. L'évolution contraste avec l'évolution des fonds mutuels classiques.

L'investisseur individuel américain moyen est une femme d'environ cinquante ans avec un niveau d'études élevé et ayant un revenu supérieur à 60 000 dollars par an. Il appartient à une génération marquée par les conflits armés des années 1960 (Vietnam) et l'évolution des mœurs (féminisme), et se révèle susceptible d'être intéressé par une gestion financière de son épargne mobilière socialement et éthiquement active.

## LES DIFFÉRENTES FORMES DE FINANCE SOCIALEMENT ACTIVE

Les pratiques financières socialement actives peuvent se décliner en trois stratégies dynamiques (investissement

éthique, actionnariat mobilisé, finance « communautaire »), lesquelles se combinent parfois, afin de promouvoir, dans le monde des affaires, des valeurs sociales, environnementales, morales qui, en retour, contribueront à améliorer la qualité de vie de la société.

### **Investissement éthique** **« stricto sensu »**

La sélection des projets d'investissement par « filtrage » dit éthique est une pratique qui consiste à inclure ou exclure, de l'univers de l'investissement financièrement rentable, certains titres de sociétés cotées, sur la base de critères moraux, sociaux et environnementaux. Les listes de recommandations à l'achat, publiées par les gestionnaires de fonds, comprennent notamment les entreprises affichant d'excellentes relations employeurs/employés, des pratiques exemplaires en matière de respect de l'environnement, des produits utiles et sans risques, des filiales respectant les droits de l'homme dans le monde entier. La majorité des critères de sélection sont « négatifs », c'est-à-dire d'exclusion de certains projets.

Cependant, une évolution se dessine : l'investissement éthique fondé sur des critères négatifs d'exclusion, s'orientant peu à peu vers des critères positifs, permettant de privilégier des entreprises affichant d'excellents résultats en matière de performance sociale et environnementale.

Sur le plan quantitatif, le total des actifs gérés dans des portefeuilles filtrés est passé de 1 490 milliards de dollars en 1999 à 2 030 milliards de dollars en 2001, dont 1 870 milliards de dollars

proviennent d'actifs gérés à l'aide de critères sociaux pour compte de tiers, qu'il s'agisse d'investisseurs institutionnels ou individuels, et dont 153 milliards de dollars proviennent de fonds collectifs. Le nombre de supports de gestion collective utilisant des critères socialement responsables est passé de 55 en 1995 à 230 en 2001.

### **Les critères de sélection** **généralement utilisés**

Sur la base des données historiques recueillies par le SIF depuis 1995, il apparaît que le tabac est le critère de « filtrage » négatif le plus fréquemment employé par les portefeuilles socialement responsable (les trois quarts). Les autres critères sectoriels fréquemment utilisés sont : l'armement, l'alcool et le jeu. Les critères d'exclusion « thématiques » portant sur l'environnement, les droits de l'homme (enfance), l'égalité (notamment des sexes) et la non discrimination sont également fréquents et susceptibles d'être utilisés en critère positif préférentiel. Au total, tous ces critères sont utilisés par une majorité des portefeuilles filtrés au titre de l'investissement socialement responsable.

Les critères de second rang (utilisés par 30 à 49 % des portefeuilles filtrés) couvrent les relations sociales, mais également les droits des animaux (l'expérimentation animale), la finance solidaire et les relations de l'entreprise avec les autorités locales ou le droit du travail. Les normes relatives à l'expérimentation biologique (manipulation du vivant humain, clonage...) semblent se développer.

La spécificité de l'imprégnation culturelle américaine (la tradition

moralisatrice *quaker* ou puritaine paraît vivace) est claire, par rapport à une hiérarchie des valeurs européennes où les préoccupations d'équité sociale sont plus intenses et la crainte de l'ordre moral aisément réactivable.

Les nouvelles problématiques sociales ou environnementales, les normes internationales en matière de droit du travail, semblent émerger d'abord à travers les actions quasi militantes menées *via* la stratégie d'actionnariat engagé avant de devenir progressivement (souvent à la faveur d'une campagne médiatique) un critère pour le filtrage des portefeuilles. Les normes relatives à l'avortement relèvent souvent du même processus, ce qui souligne le caractère « activiste » (militant, dirait-on en France) de ce type de critère. Le *politically correct* est une dérive possible.

### Sélection et respect des critères restent aléatoires

La sélection des critères reste spécifique aux supports de gestion. Ainsi, afin d'élaborer ses filtres, la société Calvert Asset Management dispose d'un conseil d'une trentaine de personnes nommées à la discrétion du président du fonds de gestion et d'un groupe d'une soixantaine d'analystes qui couvrent différents domaines notamment l'environnement, les droits de l'homme et le droit du travail. Le processus d'élaboration relève d'une démarche consensuelle sans que des règles précises l'encadrent. La règle dominante est que l'analyse financière définit l'univers des investissements possibles, la sélection éthique devenant ensuite possible. *In fine*, la décision de

filtrage paraît être discrétionnaire et revient souvent au président de Calvert Asset Management. Ce fonctionnement qui peut faire l'objet de nombreux *lobbyings* ne permet pas d'assurer, vis-à-vis de l'investisseur, un processus de décision complètement transparent, risquant ainsi le *politically correct*, effet de mode ou biais idéologique.

Une autre difficulté potentielle repose sur la procédure d'admission des investisseurs. La gestion de fonds éthiques repose sur l'idée d'une sélection des investissements selon des critères spécifiés, même si l'évaluation et la pratique laissent une grande part à la subjectivité. L'ensemble des fonds éthiques filtre donc leurs produits, mais aucune procédure d'admission n'a été mise en place pour sélectionner les investisseurs. Toute procédure de filtrage de l'investisseur est une matière juridiquement délicate (le risque d'accusation de discrimination étant réel) et financièrement difficile, mais la gestion d'éventuels conflits d'intérêts ou de manipulation des orientations du fonds reste une question posée.

### Une information insuffisante

Aucune distinction n'existe entre les différents fonds éthiques, seul le fait de filtrer permet d'obtenir un label « éthique » qui peut être un pur argument commercial, et il n'existe pas d'obligation légale de publier de manière extensive les critères de filtrage. L'information est volontaire, parfois commercialement inspirée. Il n'existe aucun guide synthétique de l'investissement éthique aux États-Unis, des divers fonds et de leurs critères.

## La bonne performance des fonds d'investissement éthiques

Un instrument d'aide à l'information de l'investisseur éthique existe cependant. Afin d'évaluer la performance des fonds éthiques, la société Kinder, Lydenberg et Domini (KLD), un des leaders du conseil en investissement, a construit, dès 1990, un « indicateur éthique » de marché, le Domini Social Index (DSI 400). Ce dernier, composé de 400 valeurs américaines, constitue, aujourd'hui, un éventail de références pour l'investisseur éthique américain.

Le DSI 400 regroupe 250 valeurs issues du S&P 500, qui ont subi avec succès le filtrage qualitatif établi par KLD. On y trouve ainsi les cinq premières valeurs de l'indice socialement responsable, qui sont également parmi les plus importantes positions du marché de l'indice S&P 500 : Microsoft, Cisco Systems, Intel, Wal-Mart et Merck, soit les plus importantes sociétés du secteur des nouvelles technologies, le leader mondial de la grande distribution, ainsi qu'un des géants de l'industrie pharmaceutique. De plus, les valeurs sélectionnées par KLD hors du champ de l'indice S&P 500 ne pèsent à peine que 15 % du portefeuille du DSI 400. L'examen des courbes de progression des deux indices révèle une très forte corrélation. Ces dix dernières années, le DSI 400 a été légèrement plus performant que le S&P 500 : + 536 % contre + 453 %. Ce qui confirme les résultats de l'étude menée par Bernell Stone et John Guerard, qui ont montré que les portefeuilles filtrés étaient tout aussi performants que les portefeuilles classiques<sup>1</sup>.

## L'actionnariat mobilisé

Cette formulation recouvre les interventions de certains investisseurs dans la gestion des entreprises en tant que copropriétaires. Leurs efforts peuvent porter sur le dialogue managérial avec les entreprises, mais aussi sur le dépôt, le soutien et/ou le vote par procuration de certaines résolutions. Le processus de vote des résolutions est ouvert à un large panel d'investisseurs. Selon les règles de la Securities and Exchange Commission (SEC), tout actionnaire détenant au moins 2 000 dollars en actions d'une société, sur une période continue d'une année, peut proposer des résolutions contenant des demandes d'informations, des modifications des pratiques et de la politique de l'entreprise.

Il existe deux catégories de résolutions d'actionnaires, celles relatives à la gouvernance de l'entreprise et celles portant sur la responsabilité sociale de l'entreprise :

- les résolutions relatives à la gouvernance de l'entreprise sont au cœur de la relation actionnaires/dirigeants et portent notamment sur le vote confidentiel, les qualifications des membres du conseil d'administration, les rémunérations des dirigeants et directeurs. Ce type d'activisme actionnarial a été, évidemment, stimulé dans le sillage de l'affaire Enron ;
- les résolutions relatives à la responsabilité sociale de l'entreprise visent à modifier les politiques et les pratiques de l'entreprise notamment en matière de protection de l'environnement, de conditions de travail, d'égalité de traitement des salariés (race et sexe), de la présence ou non d'ateliers clandestins,

et de questions relatives aux droits de l'homme.

Les fonds pratiquant l'actionnariat mobilisé ou activiste représentent plus de 906 milliards de dollars d'encours. Malgré la chute des marchés boursiers, ce niveau d'engagement est toujours comparable aux 922 milliards de dollars de 1999. Sur l'ensemble des actifs de ce secteur, 304 milliards de dollars sont le fait d'investisseurs institutionnels qui n'ont pas recours à des filtres sur la base de critères sociaux, et 601 milliards de dollars sont le résultat d'investisseurs utilisant les deux méthodes de portefeuilles : filtrés et pratiques actionnariales actives. L'essentiel de cette hausse est dû au désengagement croissant des grandes institutions financières vis-à-vis du secteur du tabac.

Le nombre de résolutions déposées et votées a augmenté de 5 % en moyenne entre 2000 et 2001, et remporte de plus en plus de succès lors des assemblées générales. Les thèmes qui émergent le plus souvent sont les questions liées au travail et à l'environnement, interprétées au sens large. Ainsi, les actionnaires de General Electric ont adopté des résolutions permettant la mise en place de normes plus contraignantes en matière d'efficacité des machines à laver, ce qui a conduit à des améliorations notables dans toute cette industrie.

### L'investissement communautaire

L'investissement communautaire est une source de financement hors institutions financières traditionnelles, visant à aider des personnes

discriminées ou défavorisées, et à renforcer des liens de solidarité d'un groupe. La communauté noire américaine a développé traditionnellement ce type d'instrument, mais celui-ci tend à s'étendre à d'autres groupes ethniques ou aux collectifs de type nouveau (homosexuels). Les investisseurs communautaires permettent à des organisations locales de créer des emplois, de développer une offre de services financiers en direction des plus démunis, et de financer des microprojets notamment dans les domaines du logement et des services sociaux (la garde des enfants).

L'investissement communautaire a crû de 41 % entre 1999 et 2001. Les encours des institutions de développement communautaire (IDC) sont évalués à 7,6 milliards de dollars en 2001 contre 5,4 milliards de dollars en 1999. Mais les montants en jeu sont mal connus, car les structures de finance solidaire se situent en dehors de la loi bancaire et fonctionnent dans le cadre de financements croisés.

Il existe quatre types d'investissement solidaire :

- les banques de développement solidaire ;
- les sociétés de crédit spécialisées en développement solidaire ;
- les caisses de crédit de développement solidaire ;
- et les fonds de capital-risque en développement solidaire.

Les investisseurs placent directement leur capital dans l'un de ces quatre types d'organisations d'investissement solidaire ou dans des portefeuilles spécialisés en investissement

solidaire, constitués par des associations commerciales ou d'autres institutions, telles que Calvert Foundation ou Partners for the Common Good.

Le secteur de l'investissement dit éthique a connu une croissance importante ces dix dernières années notamment en raison d'un intérêt significatif des institutions financières vers ce type d'investissement « filtré ». L'investissement éthique ne semble pas souffrir de la comparaison en termes de rentabilité financière avec des placements plus classiques. Ceci n'est pas surprenant, car le processus de sélection de presque tous les fonds éthiques part de l'univers des investissements rentables : le « préfiltrage financier » permet, dans un second temps, un « filtrage éthique » de projets *a priori* rentable. Ce canal reste l'instrument dominant d'intervention des investisseurs éthiques. Il est possible, voire probable, que l'investissement communautaire (ou de solidarité « Tiers

monde », de dimension financière négligeable) n'obéisse pas à la même hiérarchie de critères, mais ce type d'investissement est plus opaque que l'investissement financier.

Ce succès dépasse la simple action militante des années 1970, et s'explique, sans doute, par le choix de certains gestionnaires, dans les années 1990, d'exploiter un marché potentiel avec appel aux motivations éthiques (en fait, souvent, idéologiques) de nombreux investisseurs. Toutefois, le processus d'adoption des critères retenus pour sélectionner les entreprises éthiques ou les résolutions proposées aux assemblées générales manque de transparence, et l'information sur les différents fonds éthiques à la disposition des investisseurs reste insuffisante.

Enfin, le manque d'harmonisation internationale des méthodes utilisées pour comptabiliser les encours éthiques ne permet pas de comparaison précise et pertinente entre l'Europe et les États-Unis.

#### NOTE

1. Bernell Stone et John Guerard, *Socially Responsible Investment Screening : Strong Evidence of no Significant Cost for Actively Managed Portfolios*, 1999.