

La finance épouse l'éthique : le mariage du siècle ?

La rentabilité financière d'un placement éthique ne peut, théoriquement, être durablement supérieure à celle d'un investissement non éthique. Mais la performance de tels placements doit intégrer, parallèlement à la seule rentabilité financière, l'évaluation d'un score social. Des modèles d'allocation de portefeuille incluant la préoccupation éthique sont proposés.

APRÈS AVOIR CONNU UNE FORTE croissance aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, l'investissement financier éthique se développe à grande vitesse en France. Une des manifestations de ce phénomène est la multiplication des fonds éthiques. Sur les 25 fonds recensés fin novembre 2000 par S&P Funds, seuls trois fonds existaient avant 1990 et dix ont été créés depuis janvier 2000. Si l'ensemble des fonds représente en France un volume de 500 millions d'euros, celui-ci est de 154 mil-

prises (moralité, climat social, nature des produits, méthodes de communication, relation avec les actionnaires...).

ETABLIR UN LIEN ENTRE RENTABILITÉ FINANCIÈRE ET SCORE SOCIAL

L'investissement éthique évolue en volume mais aussi en nature. De l'exclusion pure et simple de l'univers d'investissement, de sociétés non conformes à une morale (sociétés impliquées dans l'armement, l'usure, les jeux d'argent, l'alcool...), le choix est devenu plus positif : les sociétés retenues dans le portefeuille doivent agir en faveur du respect de l'environnement et des droits de l'homme. Le vocabulaire aussi a changé, le terme employé maintenant étant, en particulier aux Etats-Unis, «investissement socialement responsable». Aux investisseurs soucieux du respect de leur éthique personnelle se sont joints des investisseurs désireux d'agir en faveur de la société. De ce fait, les motivations objectives dont

le coût social est évident (pollution, tabac, maladies dues aux conditions de travail...) deviennent prépondérantes. Il s'agit alors de chiffrer un coût actuel ou futur pour la collectivité, coût non assumé par l'entreprise et qui n'apparaît pas dans sa rentabilité financière. Toutes les firmes candidates à un portefeuille doivent donc être jugées à la fois sur un score social et sur la rentabilité financière. La première question que nous envisageons est celle du lien entre performance financière et portefeuille éthique. Dans un deuxième temps, nous proposons et illustrons une méthodologie d'optimisation de portefeuille éthique.

L'ÉTHIQUE NUIT-ELLE À LA PERFORMANCE ?

A la lumière des faits, il semble au premier abord que l'éthique ne nuit pas à la rentabilité. Le marketing aidant, on lit parfois que choisir l'éthique, c'est choisir la performance. Ainsi, Cortal pour le lancement d'un FCP éthique souligne que «les entreprises soucieuses de l'environnement et de la qualité des relations avec leurs actionnaires et leurs salariés sont celles qui se développeront de manière durable et offriront des potentiels de performance supérieurs à la moyenne du marché». Aux Etats-Unis, le DSI 400 (Domini Social Index) créé par Amy Domini, qui est à l'origine de la société de gestion de



DENIS DUPRÉ



ISABELLE GIRERD-POTINI

Maitres de conférences

ESA de Grenoble Cerag

“ On observe un certain décalage entre un a priori général très favorable et les rentabilités réellement observées. ”

liards de dollars aux Etats-Unis. La troisième enquête annuelle menée par la société TLB auprès d'un large panel de petits porteurs en juillet 2000 montre que les nouveaux actionnaires individuels accordent de plus en plus d'importance au respect de critères éthiques par les entre-

Gestion d'actifs

fonds éthiques KLD (Kinder, Lydenberg, Domini), a longtemps été présenté comme plus rentable que le Standard & Poor's 500. Toutefois, après une mauvaise année 2000 (-15,05 % contre -9,11% pour le S&P 500), la performance moyenne annuelle depuis la création du fonds en 1991 s'établit à 15,57 % contre 16,07 % pour le S&P 500. De plus, il semble a priori que la volatilité annualisée soit supérieure pour l'indice social (17,5 % contre 15,5 % sur les neuf années d'existence de l'indice).

LA JEUNESSE DES FONDS FRANÇAIS REND LE JUGEMENT DE LEUR PERFORMANCE DIFFICILE

En France, les fonds éthiques sont en général des fonds actions ou mixtes, investis sur des titres français ou internationaux. La jeunesse des fonds rend le jugement de la performance très difficile. Les fonds ont une performance ni systématiquement supérieure ni systématiquement inférieure à la performance moyenne de leur catégorie. Cela va dans le sens des études étrangères donnant une performance des fonds éthiques conforme à la moyenne.

A l'intérieur d'une même catégorie de fonds, les écarts de rentabilité entre deux fonds éthiques peuvent être très forts ; c'est le cas par exemple entre Capital Emploi C et Insertion Emploi. Un véritable jugement de performance ne pourra être formulé que dans quelques années. D'une manière générale, au niveau de la performance du socialement responsable, on observe un certain décalage entre un a priori général très favorable et les rentabilités réellement observées, pas meilleures que la moyenne.

LE RISQUE D'UNE FIRME ÉTHIQUE EST MOINDRE

Sur le plan théorique, la rentabilité financière (bien évidemment corrigée du risque) des firmes éthiques ne peut pas être durablement supérieure à celle des firmes non éthiques. A l'équilibre, une

Rentabilité financière et éthique : exemple de modélisation*

L'analyse moyenne-variance de Markowitz ne convient pas pour analyser le choix de portefeuille d'un investisseur qui affiche des préoccupations éthiques. En effet, elle ne tient compte que d'éléments purement financiers : rentabilité financière et risque financier. On peut considérer qu'un investisseur accepte de sacrifier une part de rentabilité financière pour faire un choix qui correspond à sa morale. Il s'agit donc de modifier le choix des portefeuilles efficaces en

introduisant une variable supplémentaire à la rentabilité financière et à la variance. Pour tenir compte de la plus ou moins grande fiabilité du score fourni et pour pénaliser les entreprises fournissant une information partielle ou biaisée, il peut être souhaitable d'introduire dans la fonction objectif une variance sur le taux de rentabilité sociale sous forme d'une pénalité dans la fonction objectif.

* Extrait d'une proposition théorique complète des auteurs dans les cahiers du CERAG (à paraître).
Contact : denis.dupre@esa.upmf-grenoble.fr

Le programme à optimiser s'écrit :

$$\text{Max}_{x_i} \left[E(RF) - \frac{\alpha}{2} \text{Var}(RF) \right] + \gamma \left[E(RS) - \frac{\beta}{2} \text{Var}(RS) \right]$$

où

x_i = part du titre i dans le portefeuille

RF = rentabilité financière

RS = rentabilité sociale

α = aversion au risque financier de l'investisseur

γ = goût pour le socialement responsable de l'investisseur

β = aversion à l'opacité de l'investisseur

Si le coefficient gamma est nul, le programme précédent est identique au choix de portefeuille dans un cadre moyenne-variance selon Markowitz.

rentabilité supérieure ne peut se justifier que par une prise de risque supplémentaire. La question est donc de savoir si une firme socialement responsable est plus risquée ou moins risquée que la même firme non socialement responsable, ou est-ce que ça ne change rien ? Les seules différences que l'on peut mettre en avant sont un risque de faillite et un risque de retardé du capital moindres associés au comportement socialement responsable. En effet, une firme non socialement responsable peut être menacée de disparition parce qu'elle ne satisfait plus les aspi-

ration des investisseurs et consommateurs, ou parce qu'elle ne sait pas fédérer et motiver ses salariés par une politique adéquate de gestion des ressources humaines. Dans cette optique, l'adoption d'un comportement socialement responsable est intéressante pour l'entreprise pour garantir sa survie. De même, l'offre de capitaux peut se réduire pour les firmes non éthiques si l'ensemble

“ L'espérance de rentabilité financière d'un portefeuille éthique doit être moins élevée que celle d'un portefeuille non éthique. ”

des investisseurs se préoccupent de social. En conséquence, la rentabilité requise sur une firme socialement responsable doit être moins forte que sur une firme qui ne l'est pas.

UN CHOIX DES VALEURS PLUS RESTREINT

En allant plus loin, il apparaît que le choix éthique a obligatoirement un coût financier pour l'investisseur. Considérons d'abord les portefeuilles éthiques qui procèdent par exclusion. En enlevant du champ d'investissement un certain nombre de titres d'entreprises (*screening*)

et des secteurs entiers de l'économie (tabac, alcool, armement...), la réduction du risque par diversification sera moindre. Les investisseurs non éthiques ont un choix plus grand

de titres. Il n'y a pas de segmentation du marché, il y a seulement une catégorie d'investisseurs (éthiques) qui a un univers d'investissement plus restreint et donc des contraintes plus fortes.

Si l'on s'intéresse aux investisseurs socialement responsables qui ne procèdent pas par exclusion pure et simple mais qui introduisent un critère de choix autre que la rentabilité et le risque purement financiers, leur portefeuille ne pourra pas être optimal au regard des seuls critères financiers. En conséquence, pour un même niveau de risque financier, (variance des rentabilités par exemple), l'espérance de rentabilité financière d'un portefeuille éthique doit être moins élevée que celle d'un portefeuille non éthique.

DES RENDEMENTS ANORMALEMENT ÉLEVÉS

On objectera que le coût des choix éthiques n'est pas toujours visible dans le relevé des performances. En effet, l'investissement éthique connaît un véritable en-

gouement et crée des déplacements de flux des firmes non éthiques vers les firmes éthiques. Par le jeu des mécanismes de marché, un afflux de demandes génère une hausse des prix, indépendamment des critères fondamentaux sur les titres. Ce phénomène est similaire à ce qu'on a pu constater avec le *flight to quality* sur les marchés internationaux à la suite des déconvenues sur les marchés émergents. Des investisseurs non soucieux d'éthique mais attentifs au phénomène de déplacement de capitaux dans ce sens, peuvent même tenter de profiter

“ L'introduction d'un critère social aura pour effet de permettre à de petites entreprises risquées mais au caractère social indéniable, de trouver des financements. ”

de la hausse des firmes éthiques en se portant acquéreurs, accentuant de ce fait la demande pour ces titres. Ces effets d'offre et demande (une arrivée de capitaux sur le socialement responsable et une désaffection du non socialement responsable) sont temporaires, provoquent une situation de déséquilibre et de rendements anormalement élevés.

CERTAINES CATÉGORIES SONT SUR-REPRÉSENTÉES

Un autre élément expliquant les performances honorables des investissements éthiques est que les firmes socialement responsables n'ont pas exactement les mêmes caractéristiques que l'ensemble du marché. Certaines catégories de firmes sont sur-représentées dans les portefeuilles éthiques. C'est le cas des firmes de petites capitalisations dans les fonds éthiques britanniques. Dans le même ordre d'idée, Berthon («Revue d'économie financière», mars 2000) souligne que

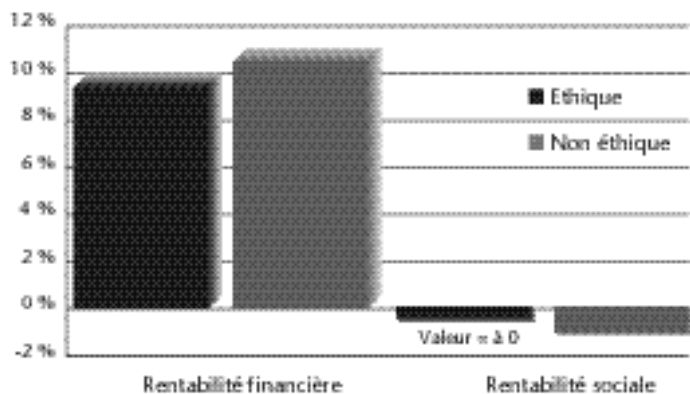
Gestion d'actifs

les fonds éthiques sont très investis en valeurs de croissance et ont particulièrement bénéficié de la hausse des années 1998 et 1999 principalement tirée par ces valeurs. La bonne tenue des indices éthiques ne tient pas à la chute récente du NASDAQ. Une dernière justification aux relatives bonnes performances de l'éthique a trait à une mauvaise anticipation par le marché financier de l'évolution des comportements de consommation. Le changement de comportement progressif de la consommation des individus en faveur de produits fabriqués par des firmes au comportement éthique entraîne une augmentation de valeur des firmes (le marché augmente les prévisions de flux futurs pour ces firmes et les diminue pour les non éthiques). Si le mouvement est plus fort que les anticipations, les prix sont révisés à la hausse, générant des rentabilités anormales positives temporaires.

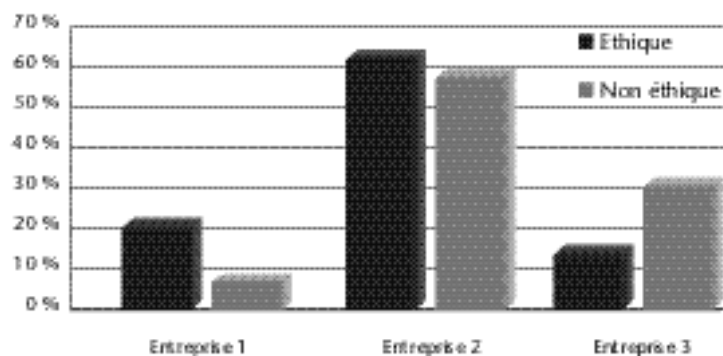
LA GESTION QUANTITATIVE D'UN PORTEFEUILLE SOCIALEMENT RESPONSABLE

Le comportement socialement responsable est actuellement mesuré par un score (type score Aresé). Il faut établir une correspondance entre ce rating social et le taux de rentabilité sociale estimé à partir des gains ou coûts sociaux actuels ou futurs générés par l'entreprise. Pour illustrer comment le choix d'un portefeuille est affecté par l'intégration d'un critère éthique, nous prenons trois entreprises : la première offre une rentabilité moyenne faible (7 %) mais un rating social fort (3 %) ; la seconde une rentabilité moyenne de 10 % pour une éthique moyenne (0 %) ; la dernière permet une rentabilité moyenne de 12 % au détriment de l'éthique (-4 %). En tant que gestionnaire de patrimoine, mon client me fait comprendre qu'il ne veut perdre de l'argent que dans 5 % des cas mais qu'il ne veut pas avoir un

1 Taux de rentabilité des portefeuilles



2 Poids des titres dans les portefeuilles



impact social négatif. Notre modèle montre qu'il faut que le client sacrifie 0,6 % de rentabilité financière en investissant plus massivement dans l'entreprise éthique. Ceci est le coût de son choix éthique qu'il faut comparer au gain social de 1 % (graphique 1). On remarquera (graphique 2) que la modélisation incluant l'éthique fait doubler le poids de l'entreprise la plus socialement responsable. Plusieurs modélisations peuvent être envisagées. Un exemple de la prise en compte du facteur éthique dans un cadre moyenne variance est donné dans l'encadré.

UN BOULEVERSEMENT EN PROFONDEUR

L'investisseur qui oriente ses placements sur le socialement responsable peut légitimement s'interroger sur l'impact global de ce type de choix. Même si les volumes

investis restent globalement modestes, l'introduction d'un critère social aura pour effet certain de permettre à de petites entreprises risquées financièrement mais au caractère social indéniable, de trouver des financements refusés jusqu'alors par le système bancaire traditionnel. A plus long terme, si l'investissement socialement responsable se développe, l'impact se fera sentir pour l'ensemble des firmes, les entreprises non éthiques voyant leur coût du capital se renchérir, et inversement pour les entreprises éthiques. C'est donc à un bouleversement en profondeur que nous risquons d'assister si les volumes investis dans le socialement responsable augmentent fortement. ■

(1) Aresé (Agence de rating social et environnemental sur les entreprises) est la seule agence de notation sociale en France.