

---

# EN TEMPS RÉEL

---

*Association pour le débat et la recherche*

*les cahiers*

## **Investissement socialement responsable : une approche efficace et rentable**

**Augustin Landier & Vinay B. Nair**

*Investir de façon socialement responsable (l'ISR), c'est faire l'hypothèse que son investissement peut changer le monde, mais c'est aussi investir avec un espoir de rentabilité. Comment concilier les deux sans tomber dans l'angélisme ?*

*Augustin Landier et Vinay Nair, qui enseignent tous deux la finance à la Stern Business School de New York University, proposent dans ce cahier une méthode qui permet de sortir des bons sentiments, dans une approche qui vise à avoir un impact réel sur le comportement des entreprises tout en obtenant des rendements similaires à ceux d'approches classiques.*

*Vis-à-vis de l'ISR, ils observent trois catégories d'investisseurs : les Intransigeants, qui préfèrent éviter des entreprises ou des secteurs tout entiers qu'ils considèrent incompatibles avec leurs valeurs, mais courent le double risque de ne pouvoir réussir à améliorer le monde et de détériorer leurs rendements ; les Pragmatiques, qui souhaitent changer le monde par leurs investissements, à condition que le coût en soit limité ; les Arbitrageurs, qui n'utilisent pas l'investissement pour exprimer leurs valeurs, mais dont certains sont convaincus que les entreprises soucieuses d'ISR ont de meilleures performances que les autres.*

*Ils montrent qu'il est possible d'aller dans la direction préconisée par les pragmatiques, et de rallier les arbitrageurs, avec une approche fondée sur la théorie moderne du portefeuille, en adoptant une pondération neutre vis à vis des secteurs, mais en retenant dans chaque secteur les entreprises dont la "notation" ISR est la meilleure. Une analyse chiffrée montre qu'une telle approche peut donner des performances très similaires à celles d'une approche indicielle classique.*

*Le "doing well by doing good" peut ainsi cesser d'être une vue de l'esprit. Des politiques d'investissement conçues sur cette base peuvent jouer un rôle d'agrégateur mondial des valeurs et avoir un impact réel sur le comportement des entreprises.*

**Augustin Landier** est ancien élève de l'Ecole Normale Supérieure, Agrégé de Mathématiques et Docteur en économie du MIT. Après avoir enseigné à l'Université de Chicago, il est actuellement Professeur Adjoint de Finance à New York University et exerce une activité de gestion de portefeuille.

**Vinay B. Nair** est ancien élève de l'Indian Institute of Technology (Madras), Docteur en Finance de New York University. Il a enseigné la finance la Wharton School of Business. Actuellement Professeur Adjoint de Finance à New York University, il exerce une activité de gestionnaire de portefeuille.

## SOMMAIRE

<b>L'Investisseur engagé : Les signes convergents d'une vague de fond</b>	<b>5</b>
Consensus global, laisser-faire national : l'ISR comme réponse au paradoxe de la mondialisation	5
L'épargne : un choix qui s'individualise... donc un terrain d'expression naturel	9
L'émergence d'investisseurs institutionnels à dimension éthique : Fonds souverains ou publics, dotations d'universités...	11
Une information de plus en plus standardisée	11
<b>Sous quelles conditions l'ISR peut-il devenir un phénomène de masse ?</b>	<b>12</b>
Les trois grands groupes d'investisseurs responsables	12
Les limites de l'intransigeance : un impact marginal pour un coût financier réel...	13
<b>L'ISR sans exclusion de secteurs : des rendements financiers "normaux" et une incitation réelle au changement</b>	<b>15</b>
De l'intransigeance à l'approche sectoriellement neutre	15
L'ISR comme accélérateur de changement	15
<b>La recette de construction d'un Portefeuille Responsable : du concept à la pratique</b>	<b>18</b>
Quelles valeurs considérer ?	18
Construction d'un portefeuille sectoriellement neutre	19
Performance financière	20
<b>Conclusion</b>	<b>22</b>

Un large groupe d'investisseurs, individuels et institutionnels, manifeste aujourd'hui le désir d'investir en conformité avec leurs valeurs éthiques. Avec un taux de croissance de 36% en 2007<sup>1</sup>, le marché de l'ISR (Investissement Socialement Responsable) se fait remarquer en France comme une des tendances à suivre en gestion d'actifs. En Europe, plus de 1000 milliards d'euros sont gérés en appliquant des critères éthiques.<sup>2</sup> Il ne s'agit pas d'un phénomène propre au Vieux Continent, loin s'en faut. Aux Etats-Unis plus de 2600 milliards de dollars sont gérés en considérant des critères de responsabilité sociale et environnementale, soit plus de 11% de la masse totale des actifs financiers gérés dans ce pays.<sup>3</sup> Depuis 2005, la masse des « actifs responsables » Nord-américains a augmenté huit fois plus vite que celle des autres actifs financiers. A ce jour, des professionnels de la finance gérant au total plus de 13 000 milliards de dollars ont souscrit aux Principes de l'Investissement Responsable des Nations Unies, s'engageant ainsi à prendre en compte les informations sur la politique sociale et environnementale des entreprises dans leurs choix d'investissement.<sup>4</sup>

Ces chiffres illustrent l'ampleur irrécusable du phénomène ISR. Ils masquent pourtant des disparités très fortes dans la mise en œuvre des considérations éthiques. Certains fonds se contentent d'exclure des industries comme le tabac ou des entreprises impliquées dans le soutien à des régimes politiques criminels, alors que d'autres cherchent à juger les entreprises sur une note éthique globale. L'ISR reste donc pour beaucoup une notion quelque peu nébuleuse qui pose de nombreuses questions, *à la fois pratiques et conceptuelles*.

Quelles valeurs peut-on exprimer dans son portefeuille financier ? Peut-on former un jugement non subjectif sur la conformité d'une entreprise à ces valeurs ? Investir de façon responsable a-t-il un effet réel sur le comportement des entreprises, les incite-t-on ainsi à améliorer leur conduite sociale ? Enfin, peut-on être un investisseur responsable sans détériorer la performance financière de son portefeuille ?

Le succès de l'ISR dans les années à venir, son aptitude à passer du statut de niche remarquée à celui d'un véritable phénomène de masse, dépend de la précision des réponses que les acteurs de ce mouvement sauront apporter à ces questions. Il dépend aussi de leur aptitude à fournir des réponses homogènes. Car à l'heure où près de la moitié du capital des entreprises du CAC 40 est détenue par des fonds étrangers, seule une *coalition internationale* d'investisseurs partageant les mêmes objectifs peut espérer influencer leur comportement.

Dans le cas de la France, l'enjeu revêt une acuité particulière. Plus qu'ailleurs, le capitalisme financier et la mondialisation sont vécus dans ce pays comme une perte de contrôle difficilement tolérable de la collectivité sur les grandes entreprises qui y ont germé. Ainsi, 22% seulement des Français approuvent l'idée que « les propriétaires d'une entreprise puissent être en droit de décider comment la diriger et quels dirigeants y placer »; ce taux est de près de 60% aux Etats-Unis<sup>5</sup>. Seuls 36% des Français pensent que « les principes de la libre entreprise et de l'économie de marché sont le meilleur système sur lequel fonder l'avenir du monde », contre plus de deux tiers de la population chez tous nos voisins d'Europe

---

<sup>1</sup> Novethic, 5e Enquête Annuelle sur le Marché Français de l'Investissement Socialement Responsable, 8 mai 2008.

<sup>2</sup> Enquête annuelle EUROSIF, 2006 ([http://www.eurosif.org/press\\_events/eurosif\\_press\\_releases](http://www.eurosif.org/press_events/eurosif_press_releases))

<sup>3</sup> *Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States* published by Social Investment Forum ([www.socialinvest.org](http://www.socialinvest.org)).

<sup>4</sup> <http://www.unpri.org/signatories/>

<sup>5</sup> Données du World Value Survey. Voir Landier, Thesmar & Thoenig, "Investigating the Origins of Capitalism-Aversion", 2008, forthcoming, Economic Policy.

continentale.<sup>6</sup> La recherche du profit est perçue comme l'ennemi de la qualité de vie, la Bourse comme le terrain de jeu favori de spéculateurs court-termistes. Si l'ISR parvient à convaincre les Français qu'être actionnaire, cela peut signifier transmettre des valeurs et que la Bourse peut fonctionner comme une démocratie qui additionne les aspirations de chacun, un grand pas aura été franchi : cette réconciliation des Français avec les mécanismes du capitalisme financier pourrait signifier une réappropriation par la collectivité d'un sens de contrôle de son destin.

Nous tâcherons ici de formuler des réponses qui n'échappent pas les arguments des plus sceptiques.<sup>7</sup> Notre but est d'offrir au lecteur une vision réaliste des promesses et des limites de l'investissement socialement responsable ainsi qu'une grille qui lui permettra d'évaluer son désir de prendre part à ce mouvement et de structurer ses modalités de participation. Au politique, il fournira des clés conceptuelles et empiriques qui suggèrent comment les mécanismes de la finance moderne peuvent, en servant d'agrégateur des aspirations de la population, être mis au service d'un Bien commun. Car la fonction de l'ISR est d'inciter les entreprises à aller au-delà de ce qu'exige la régulation, mais d'une façon qui soit légitime et non soumise à l'arbitraire (des convictions individuelles de leurs dirigeants par exemple). Enfin, au praticien, il fournira des idées sur la manière de répondre à la demande en créant des produits financiers qui permettent au client de faire travailler son épargne pour promouvoir les causes qui lui tiennent à cœur sans augmenter le risque financier auquel il s'expose.

## **L'INVESTISSEUR ENGAGÉ : LES SIGNES CONVERGENTS D'UNE VAGUE DE FOND**

On pourrait être tenté de voir dans l'émergence de l'investissement responsable un effet de mode récent, cantonné à quelques pays riches, et dû peut-être à la montée en puissance médiatique du thème du changement climatique. Cette analyse serait erronée : la croissance de l'ISR répond avant tout à plusieurs grandes tendances socio-économiques de fond, irréversibles à moyen terme et de dimension mondiale.

## **Consensus global, laisser-faire national : l'ISR comme réponse au paradoxe de la mondialisation**

La première de ces grandes tendances socio-économiques est l'émergence mondiale d'une classe d'individus suffisamment aisés pour ne plus ressentir d'inquiétude quant à leur subsistance physique. Pour ces individus, l'expression de leurs valeurs et l'invention d'un mode de vie qui leur convient sont aussi importants que leur souci de s'enrichir financièrement. Cette catégorie de citoyens aisés, baptisés « créatifs culturels » par les sociologues américains Paul Ray et Sherry Anderson,<sup>8</sup> compterait plus de 50 millions d'individus aux Etats-Unis. Il ne s'agit pas d'un phénomène occidental ou propre aux nations au développement économique ancien : en examinant le *World Value Survey*, large sondage effectué à l'échelle mondiale (81 pays) sur près de 120 000 individus, les sociologues R.

<sup>6</sup> World Public Opinion Survey, Sondage international de l'Université du Maryland, 2006.

<sup>7</sup> Nous développerons ces idées dans notre ouvrage *Investing for Change*, Augustin Landier et Vinay Nair, Oxford University Press, octobre 2008.

<sup>8</sup> Anderson and Ray, *The Cultural Creatives. How 50 Million People Are Changing the World* (Harmony Books, NY), 2000.

Inglehart and C. Welzel<sup>9</sup> ont établi que dans les sociétés examinées les individus tendent à se détacher des problématiques de « survie » individuelle et souhaitent exprimer des valeurs « post-matérialistes » et non-individualistes dès lors qu'ils ont dépassé un seuil de confort matériel et de sécurité physique. Ces valeurs sont relativement indépendantes des déterminants religieux et culturels. A l'échelle de la planète, l'enrichissement rapide de continents entiers signifie pour l'humanité la migration massive d'un souci de survie matérielle vers des valeurs qui combinent le souci de l'autre, de l'environnement et le désir de s'exprimer. Plus que jamais, la volonté de préserver l'environnement, de protéger les faibles, et de combattre la pauvreté fait consensus. Il en découle une *demande globale dans la population, exprimée en particulier par sa frange aisée, pour améliorer le comportement des entreprises en matière sociale et environnementale.*

Celle-ci est par exemple documentée par un sondage international de l'Université de Maryland, réalisé dans 20 pays.<sup>10</sup> En moyenne, environ les trois quarts de cet échantillon de la population mondiale souhaitent plus de régulation en matière de protection des employés, des consommateurs et de l'environnement.

### Support for Increased Government Regulation of Large Companies

-Mean for all countries-

Favor more regulation to protect the rights of workers



Favor more regulation to protect the rights of consumers



Favor more regulation to protect the environment



Favor more regulation to protect the rights of investors



GlobeScan, 6-8/2005

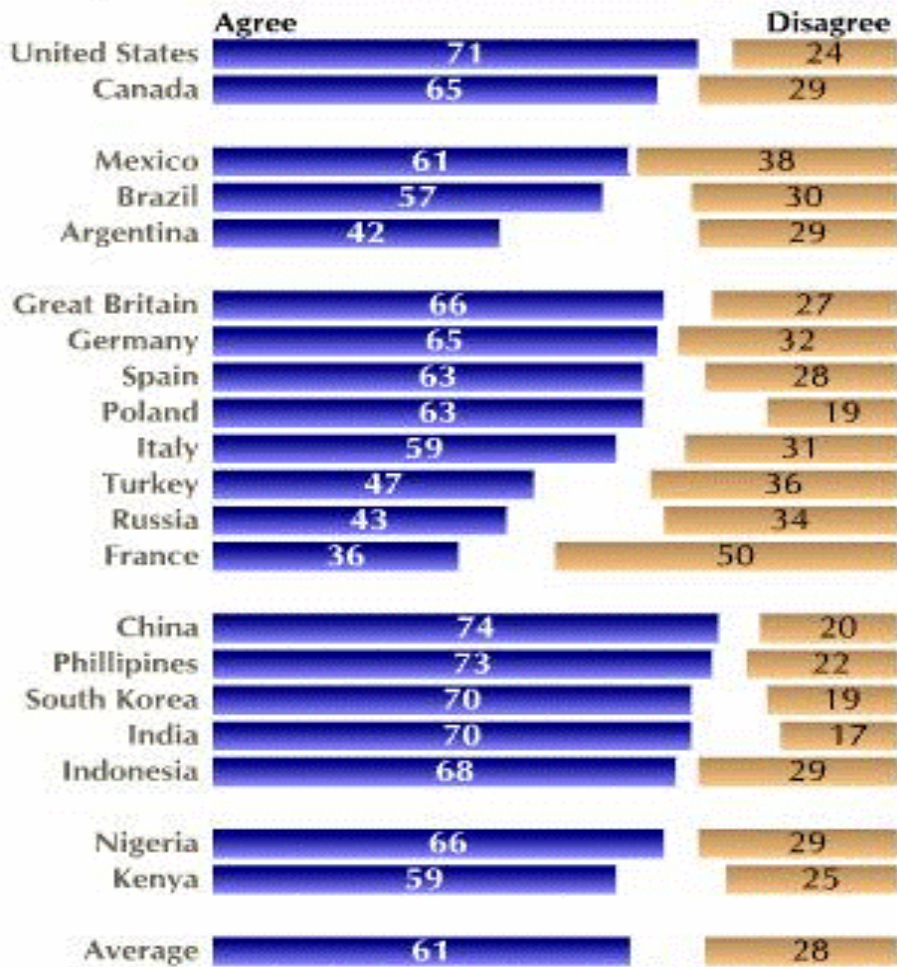
L'intérêt du sondage de l'Université du Maryland cité plus haut est de rapprocher la cohabitation de ces deux phénomènes mondiaux : la reconnaissance majoritaire (la France faisant figure d'exception) de l'économie de marché comme système économique préféré et un agacement prononcé pour l'influence des grandes entreprises et le manque de régulation. Ainsi, si le faible taux de Français (36%) qui approuvent l'économie de marché fait bel et bien figure d'exception culturelle, les 86% de nos concitoyens qui pensent que les grandes entreprises ont trop d'influence sur leur gouvernement ne sont quant à eux pas isolés, puisque ce taux est supérieur à 70% dans 16 des 20 pays examinés.

<sup>9</sup> *Modernization, Cultural Change, and Democracy*, R. Inglehart and C. Welzel, Cambridge University Press, 2005, p.52.

<sup>10</sup> Sondage effectué par GlobeScan sur 20791 individus pour l'Université du Maryland (Program on International Policy Attitudes). Les résultats et graphiques reproduits sont disponibles sur : <http://www.worldpublicopinion.org/pipa/articles/btglobalizationtradera/154.php?nid=&id=&pnt=154&lb=btgl>

## Free Market System

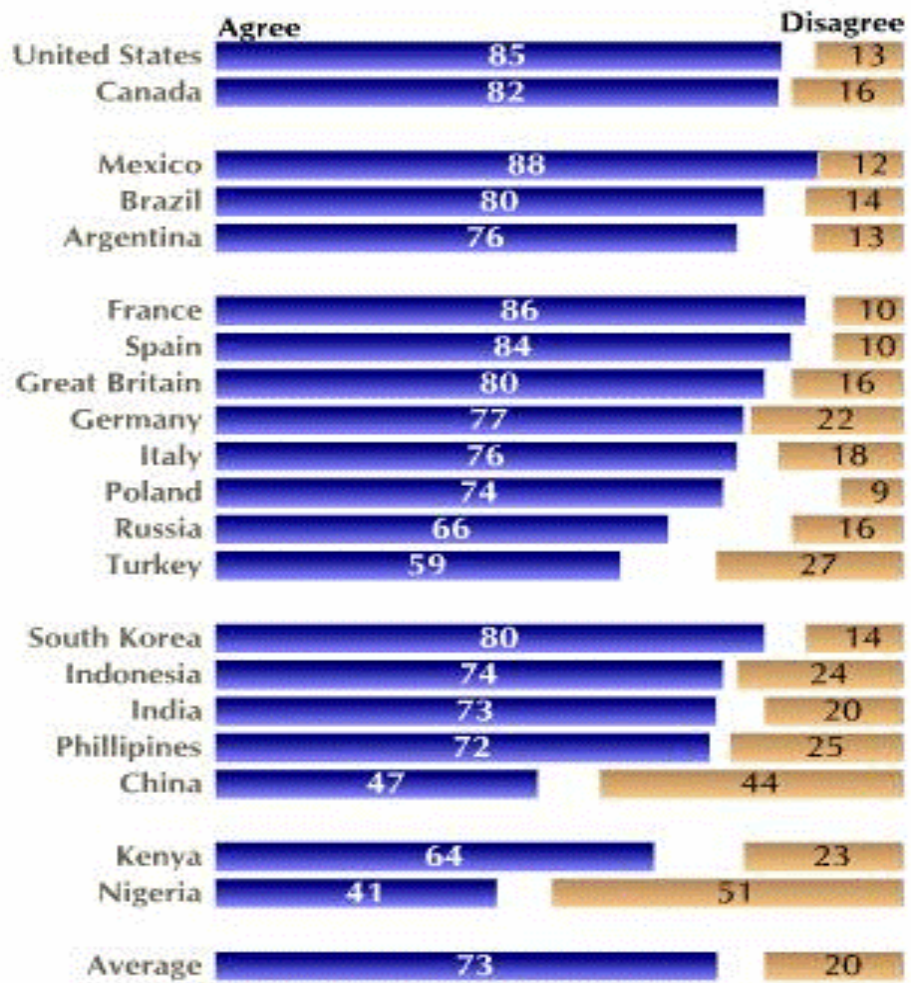
*The free enterprise system and free market economy is the best system on which to base the future of the world.*



GlobeScan, 6-8/2005

## Influence of Large Companies

*Large companies have too much influence over our national government.*



*GlobeScan, 6-8/2005*



Paradoxalement, la globalisation, qui est le vecteur premier de cette demande éthique globale (par l'enrichissement des pays pauvres et l'homogénéisation des élites), complexifie la tâche des gouvernements qui souhaitent réagir à cette aspiration: face à la menace de régulations plus strictes, les entreprises peuvent aujourd'hui menacer de délocaliser leurs centres de production, voire leur siège social vers des pays moins regardants. La mondialisation rend cette menace crédible. Les coûts de communication et de transport plus faibles et la modernisation du marché des emplois non qualifiés mais aussi qualifiés dans les pays en développement permettent en effet ces migrations d'entreprises.

Ces relocalisations ne se produisent du reste pas toujours vers les pays pauvres : la compétition pour la régulation la moins contraignante existe aussi entre Etats riches. Les accusations de dumping fiscal entre pays Européens sont bien connues. Plus récemment, la capacité de la France à retenir sur son territoire les centres de recherche d'entreprises privées de biotechnologie fut l'un des enjeux explicites du débat sur la loi sur les cultures OGM.<sup>11</sup>

De plus, les entreprises géantes issues de la globalisation sont devenues de formidables machines de lobbying capables de négocier directement avec les régulateurs, voire les partis politiques qui, du fait de leur taille et des sommes en jeu, ne peuvent les ignorer.

Cette concurrence « régulationnelle » entre Etats empêche les gouvernements nationaux d'imposer des règles de conduite qui répondent aux aspirations de leur population. Les organisations mondiales telles que les Nations Unies peinent à résoudre ce problème de coordination des régulateurs ; en témoigne par exemple, la non-ratification du protocole de Kyoto par les Etats-Unis. L'investissement responsable est une modalité naturelle d'expression de cette demande éthique globale qui ne trouve pas de réponse immédiate chez les régulateurs. Et ce d'autant plus qu'à l'échelle du monde, les épargnants sont les individus les plus aisés, c'est-à-dire précisément ceux qui, libérés des contraintes individuelles de survie, sont le plus désireux d'exprimer un souci éthique.

## **L'épargne : un choix qui s'individualise... donc un terrain d'expression naturel**

La deuxième de ces grandes tendances socio-économiques est le fait que l'épargne retraite donne de plus en plus fréquemment lieu à des décisions d'investissement individuelles. En Europe, et notamment en France, les individus peuvent de plus en plus souvent choisir parmi un menu de possibilités les fonds où investir leur épargne salariale (PEE, PERCO). De plus, l'incertitude sur l'avenir de notre système de retraite pousse nos

---

<sup>11</sup> Autre exemple, au sein des Etats-Unis cette fois, qui présente l'avantage d'avoir été quantifié par des études académiques, l'entrée en vigueur du Clean Air Act : à la suite de l'entrée en vigueur de cette loi sur la pollution atmosphérique dans les années 1970, les industries polluantes ont migré vers les régions américaines où les contraintes de régulation étaient les plus faibles (i.e. les régions où les seuils de pollution étaient loin d'être atteints). Selon Michael Greenstone, Professeur au MIT, les régions où les seuils de pollution du Clean Air Act étaient dépassés (forçant les gouvernements locaux à intervenir) « ont perdu environ 590000 emplois, 37 milliards de dollars en stock de capital et 75 milliards de dollars de production de la part des industries polluantes ». Voir Greenstone, M., "The Impacts of Environmental Regulations on Industrial Activity: Evidence from the 1970 and 1977 Clean Air Act Amendments and the Census of Manufactures," *Journal of Political Economy*, Novembre 2003.

concitoyens à épargner une fraction plus importante de leur revenu disponible (environ 15% actuellement). Aux Etats-Unis, une évolution similaire s'est produite : le système de « *defined benefits* » où les entreprises versaient des cotisations à des fonds de pension chargés de payer des allocations prédéterminées aux anciens employés a radicalement évolué vers un système de « *defined contributions* » où chaque employé décide lui-même où investir ses cotisations retraites, qu'il peut donc considérer comme son capital propre. Plusieurs raisons rendent inévitables cette évolution vers des décisions individuelles favorable à l'ISR:

- L'idée d'une responsabilité morale individuelle quant à l'usage de notre épargne s'impose bien sûr avec plus d'évidence dès lors que nous pouvons choisir directement quelles entreprises celle-ci alimente.
- L'investissement responsable « individuellement choisi » réduit les controverses sur la légalité de l'ISR et la définition de « responsable »: dans un fonds de pension collectif, à gestion unique, où les individus ne décident pas où leur épargne est investie, il se peut que certains d'entre eux soient en désaccord avec les critères éthiques choisis. L'ISR n'est alors un mode de gestion légitime que s'il augmente clairement la performance financière du fonds. Or cette dernière affirmation ne va pas de soi, loin s'en faut : en théorie moderne du portefeuille, des contraintes supplémentaires nuisent *a priori* à l'efficience d'un portefeuille financier. Lorsque l'ISR correspond à un choix individuel, ce type de controverse juridique disparaît.
- Les vendeurs de produits financiers qui doivent maintenant séduire des individus et non simplement de grandes institutions cherchent à se différencier. Le désir d'exprimer ses valeurs individuelles fait de l'ISR un élément naturel de ce processus d'élargissement de l'offre de produits financiers. On sait par ailleurs que les choix d'investissement des individus sont sujets à de très forts « effets de contagion » (peer effects)<sup>12</sup> : quelques individus enthousiastes quant à l'ISR peuvent donc rapidement diffuser auprès de leurs collègues la conviction que ces produits fonctionnent et ne sont pas désavantageux financièrement.
- Enfin, donner le choix d'épargne aux employés, c'est de plus en plus donner ce choix à des femmes : la féminisation des métiers et la plus forte participation des femmes aux décisions d'épargne du ménage poussent aussi au développement de l'ISR dans l'épargne individuelle. Il est en effet établi que le pouvoir de décision des femmes dans le ménage change la nature des investissements dans un sens plus altruiste.<sup>13</sup>

Auprès des particuliers, l'ISR en est à ses débuts en France. Selon un récent sondage Sofres<sup>14</sup> réalisé auprès de clients de BNP détenteurs de contrats d'assurance-vie, seul un quart d'entre eux connaissait au départ le concept d'ISR, mais une fois renseignés 57% se disaient prêts à investir une partie de leur assurance vie en ISR.

---

<sup>12</sup> Esther Duflo and Emmanuel Saez, "The Role of Information and Social Interactions in Retirement Plan Decisions: Evidence From a Randomized Experiment", *Quarterly Journal of Economics*, 118, 2003, 815-842

<sup>13</sup> Voir par exemple : Esther Duflo, "Grandmothers and Granddaughters: Old-Age Pensions and Intrahousehold Allocation in South Africa", *The Quarterly World Bank Economic Review*, Vol. 17, No. 1, 1-25, 2003

<sup>14</sup> Communiqué BNP-Paribas, « Assurance vie et ISR : plus de 1 client sur 2 prêt à investir une partie de ses investissements en ISR », 17 Avril 2008.

## **L'émergence d'investisseurs institutionnels à dimension éthique : fonds souverains ou publics, dotations d'universités...**

L'épargne collective, quand elle ne donne pas lieu à un choix individuel, n'est pas forcément propice à l'ISR (controverses sur le devoir fiduciaire, hétérogénéité des opinions des bénéficiaires). Mais l'émergence de fonds représentant des institutions à forte dimension éthique comme les Etats (fonds souverains), les Universités ou des organisations à but humanitaire est un vecteur de développement considérable de l'ISR. Les fonds de pension des fonctionnaires des Etats américains (par exemple le fond des retraités californiens CALPERS) ont joué un rôle historique en imposant des critères éthiques non confessionnels dans la gestion de leurs actifs. Au milieu des années 1980, sept Etats américains, 28 villes et 43 institutions éducatives américaines ont décidé de boycotter au travers de leurs fonds (de pension et de dotation) les entreprises impliquées dans l'apartheid en Afrique du Sud<sup>15</sup>. En Europe, le fond norvégien, doté de plus de 300 milliards de dollars évite les investissements qui peuvent contribuer à « la violation des droits de l'homme, à la corruption ou à des dommages sur l'environnement ». En France, le Fond de Réserve des Retraites, doté de 34 milliards d'euros, affirme vouloir « préserver la cohérence de [sa] politique d'investissement avec le respect d'un certain nombre de valeurs collectives favorables à un développement économique, social et environnemental équilibré. »<sup>16</sup>. L'ERAFP (Etablissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique) a lancé en 2005 une politique ambitieuse de 100% ISR. Pour Philippe Caïla, Directeur jusqu'en 2007 de l'établissement, « les valeurs qui guident cette philosophie d'investissement sont celles de l'intérêt général et du service public. Des valeurs qui reposent sur l'état de droit et les droits de l'homme, le progrès social, la démocratie sociale, l'environnement, la bonne gouvernance et la transparence ».

En bref, un grand nombre des fonds souverains et publics (fonds de retraites des fonctionnaires) des pays démocratiques appliquent des critères responsables au nom des valeurs des institutions qu'ils représentent. La part croissante de ce type d'acteur au capital des grandes entreprises devrait largement bénéficier au développement de l'ISR

### **Une information de plus en plus standardisée**

Dans le monde entier, une majorité des grosses entreprises fournit aujourd'hui des informations précises sur les aspects environnementaux et sociaux de leurs décisions. En France et dans certains pays européens, ce type de *reporting* est d'ailleurs une contrainte légale : la loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques impose que le rapport annuel de gestion des sociétés anonymes cotées en bourse comprenne « également des informations sur la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementales de son activité ». L'information fournie par les entreprises dans ces rapports tend à être de plus en plus homogène et validée par des auditeurs externes. De plus, à l'heure des blogs, les entreprises dont la conduite réelle s'écarterait des discours officiels sont vite repérées et prises au mot : après le démantèlement en Inde d'un atelier d'enfants

<sup>15</sup> John C. Harrington, *Investing with your Conscience*, Wiley, New York, 1992.

<sup>16</sup> FRR, Memo sur les « Stratégies d'Investissement Responsable du FRR », juin 2005.

fournisseur de the GAP, le géant de la distribution de vêtements américain dut ainsi rappeler de ses magasins des lignes entières de produits et engager un vaste programme de contrôle de ses fournisseurs.

L'émergence de standards informationnels est coordonnée par plusieurs initiatives mondiales comme le « Carbon Disclosure Project » (organisation qui regroupe 315 investisseurs institutionnels et qui enquête sur 2400 entreprises) ou le « Global Reporting Initiative » qui, en collaboration avec les Nations Unies, a développé un formulaire standard de reporting de la performance sociale et environnementale.

L'information étant plus homogène, il est désormais devenu beaucoup plus crédible de vouloir classer les entreprises par niveau de responsabilité sociale. Plusieurs agences de rating en Europe et aux Etats-Unis vendent aujourd'hui de l'information détaillée sur la performance éthique des entreprises. En bref, la qualité de l'information ISR s'est substantiellement améliorée ces dernières années et il est désormais possible de construire des portefeuilles financiers diversifiés qui prennent en considération des valeurs éthiques pour de larges univers d'entreprises.

## **SOUS QUELLES CONDITIONS L'ISR PEUT-IL DEVENIR UN PHENOMENE DE MASSE ?**

La convergence des grandes tendances précédemment décrites fait apparaître que l'ISR passera dans les années à venir par une phase déterminante de son développement, celle du point d'inflexion qui caractérise l'adoption de toute nouvelle technologie et détermine si celle-ci devient un phénomène majoritaire ou un marché de niche dédié à quelques enthousiastes. Pour se faire une idée des différents scénarios possibles du développement de l'ISR et des conditions sous lesquelles cette démarche peut se propager à une fraction importante de l'épargne mondiale, il est utile d'analyser les différents types de motivations qui peuvent pousser à devenir un investisseur responsable ; en d'autres termes, il s'agit de *comprendre la demande* pour les produits financiers responsables.

### **Les trois grands groupes d'investisseurs responsables**

La croissance de l'ISR durant les dernières années est un fait incontestable. Les investisseurs sont pourtant loin d'être unanimes sur ce que « responsable » signifie. Leurs buts sont eux-mêmes loin d'être identiques. On propose de décrire le spectre des investisseurs ISR en les catégorisant en trois grands groupes déterminés par la nature de leurs motivations.<sup>17</sup> Pour exposer cette catégorisation, nous assignons à chaque groupe un nom.

- **INTANSIGEANTS** : Ces investisseurs ressentent l'obligation morale de ne pas investir dans les entreprises qui sont incompatibles avec leurs valeurs éthiques. Pour eux, alimenter en capital ces entreprises, c'est se faire indirectement les complices de leurs actions et donc commettre un acte immoral. Ces investisseurs sont peu sensibles au coût financier que représente le « boycott » des entreprises qu'ils jugent immorales : il s'agit pour eux d'une question de principe non négociable. Souvent, ils évitent d'investir dans certaines industries qualifiées de malfaisantes (le tabac, le jeu, les armes etc.).

---

<sup>17</sup> Nous approfondissons ce point dans *Investing for Change, Op. cit.*

- **ARBITRAGEURS** : A l'autre extrême du spectre de l'ISR, on trouve des investisseurs qui n'ont pas de motivation d'ordre éthique mais pensent que le comportement d'une entreprise en matière sociale et environnementale est un facteur de performance à la fois important pour les profits futurs et sous-estimé par le marché. Cette conviction s'appuie souvent sur l'idée que les consommateurs et les employés deviendront de plus en plus sensibles à la « culture » des entreprises. Les régulations devenant plus strictes dans le domaine de l'environnement, les entreprises qui ont pris les devants devraient ainsi avoir un avantage compétitif. Ces investisseurs pensent donc pouvoir générer des surperformances financières en sélectionnant les entreprises les plus « vertueuses ».
- **PRAGMATIQUES** : Situés pour ainsi dire au milieu de ces deux extrêmes, ces investisseurs sont intéressés par l'idée d'exprimer leurs valeurs dans leur portefeuille financier. Mais ils demandent à être convaincus de deux choses : l'ISR doit avoir un *impact* tangible sur le comportement des entreprises et le *coût* en termes de performance financière doit être faible. Car contrairement aux INTRANSIGEANTS, les investisseurs PRAGMATIQUES sont pragmatiques ; ils ne sont pas sensibles à l'idée de « contamination morale » et ils cherchent la manière la plus efficace d'exprimer leur souci éthique. En particulier, si le *rapport coût/impact de l'ISR* est moins efficace qu'un versement à une ONG, les PRAGMATIQUES ne choisiront pas l'investissement comme terrain d'expression de leurs valeurs.

Cette catégorisation, bien sûr schématique, permet de mieux comprendre l'histoire et la nature de différentes approches de l'ISR. Elle permet aussi à chacun de réfléchir à son propre rapport à l'ISR. Les couleurs de chacun d'entre nous en tant qu'investisseurs peuvent dépendre de la valeur considérée : par exemple, on peut être INTRANSIGRANTS sur la protection du consommateur et donc boycotter intégralement l'industrie du tabac et se sentir PRAGMATIQUE en matière d'environnement.

### **Les limites de l'intransigeance : Un impact marginal pour un coût financier réel...**

Les investisseurs INTRANSIGEANTS sont le noyau historique de l'investissement responsable. Au 18<sup>e</sup> siècle, les Quakers américains évitaient d'investir dans les armes, les casinos, l'alcool et les tanneurs (source de pollution des rivières). La doctrine morale qui sous-tend ce type d'ISR fut formulée par John Wesley (1703-1791), l'un des fondateurs de l'église méthodiste américaine. Dans un sermon célèbre sur « l'Usage de l'Argent », Wesley explicite la thèse que l'individu doit se tenir pour moralement responsable de l'usage que des tiers font de son capital. Outre-Atlantique, de nombreux fonds responsables restent fortement marqués par ces origines religieuses. Le premier fonds mutuel socialement responsable, *Pax World*, fut ainsi créé en 1971 par deux pasteurs méthodistes. Pax World gère aujourd'hui 2.6 milliards de dollars pour plus de 100 000 investisseurs et boycotte, conformément à la doctrine méthodiste, les « industries malfaisantes ».

L'exclusion des industries malfaisantes demeure à ce jour un style d'investissement responsable particulièrement important aux Etats-Unis, y compris dans des fonds non-confessionnels (et donc un phénomène qui concerne indirectement les entreprises européennes au travers des participations ou non-participations de ces fonds à leur capital).

Par exemple, le fonds de retraite des fonctionnaires californiens CALPERS, qui gère 241 milliards de dollars, boycotte depuis 2001 les entreprises de tabac.

Nous l'avons dit, ce noyau d'investisseurs INTRANSIGEANTS n'est que peu préoccupé par la baisse éventuelle de performance financière que ces exclusions d'industrie peuvent impliquer et par le manque d'impact réel de ces mesures d'exclusions : car après tout, les entreprises de tabac sont toujours en activité.

Il en va autrement des investisseurs PRAGMATIQUES. Or ces derniers sont l'enjeu majeur pour l'avenir de l'ISR. *Le nombre d'investisseurs PRAGMATIQUES qui seront convaincus déterminera si l'ISR demeure une niche ou devient un phénomène de masse en gestion d'actifs.*

De quoi les investisseurs PRAGMATIQUES demandent-ils à être convaincus ? Ceux-ci, avant de s'engager dans l'ISR, demandent des preuves que la *performance financière* de leur portefeuille n'en sera au pire que marginalement détériorée et que leur investissement servira à promouvoir des *changements tangibles*. Là où les investisseurs INTRANSIGEANTS pensent en Kantiens (jugant la moralité d'un acte sur la base de sa conformité à un principe), les investisseurs PRAGMATIQUES pensent plutôt que la moralité d'un acte se juge à ses effets (c'est-à-dire en utilitaires).

L'approche intransigente des investisseurs INTRANSIGEANTS, qui conduit à exclure des pans entiers de l'économie, n'est pas adaptée aux investisseurs PRAGMATIQUES car les entreprises appartenant à ces secteurs exclus ne sont pas incitées au changement. Il est évident que redéfinir totalement le périmètre de leur activité pour plaire à une petite fraction d'investisseurs, constitue une option aussi peu réaliste que peu souhaitable pour ces entreprises. Elles n'y seraient forcées que si tous les investisseurs de la planète étaient INTRANSIGEANTS, ce qui n'est pas le cas.

De plus pour un investisseur PRAGMATIQUE, ce boycott des industries dites malfaisantes présente le désavantage d'être financièrement coûteux car il affaiblit la diversification de leur portefeuille.

On pourrait penser que ce problème de diversification ne se pose que si l'on exclut des industries importantes, comme l'industrie pétrolière mais qu'il demeure marginal si on se contente d'exclure de petits secteurs tels que le tabac, l'alcool, le jeu. Mais même si ces industries dites malfaisantes représentent moins de 10% des indices boursiers leurs propriétés financières en font un ingrédient important d'un portefeuille car, la fidélité de consommateurs dépendants aidant, elles ont la propriété d'être remarquablement peu cycliques et donc de stabiliser la performance en période de chute boursière. L'inadaptation des exclusions d'industries aux investisseurs PRAGMATIQUES s'applique *a fortiori* à une approche de l'ISR qui se focaliserait par exemple sur quelques secteurs « *green* » comme les énergies renouvelables : investir de manière disproportionnée dans un secteur précis n'est pas une proposition attrayante pour un investisseur PRAGMATIQUE car restreindre sa diversification fait courir un risque supplémentaire.

## **L'ISR SANS EXCLUSION DE SECTEURS : DES RENDEMENTS FINANCIERS "NORMAUX" ET UNE INCITATION REELLE AU CHANGEMENT**

L'idée centrale de la théorie moderne du choix de portefeuille est qu'un portefeuille efficient doit être diversifié au maximum.<sup>18</sup> Dans le contexte de cette théorie, l'application d'un filtrage ISR est *a priori* coûteuse, puisqu'elle réduit l'univers des entreprises. Mais la théorie du portefeuille permet d'aller un cran plus loin pour réfléchir à la minimisation du coût de diversification. Dans le cadre de cette théorie, la diversification industrielle est l'élément crucial car les industries sont autant de « facteurs » qui atténuent mutuellement leurs risques. Il est bien moins coûteux pour retirer de son portefeuille 20% des entreprises cotées en bourse de retirer 20% des entreprises de chaque secteur que de retirer un secteur qui fait 20% de l'économie. Appliqué à l'ISR, ce principe signifie qu'il est souhaitable de s'intéresser à la vertu relative des entreprises au sein de chaque industrie plutôt qu'à celles des industries.

### **De l'intransigeance à l'approche sectoriellement neutre**

Au lieu de boycotter des secteurs entiers, un investisseur responsable peut choisir une option moins drastique: exclure dans chaque industrie les entreprises les moins responsables. Cette approche est souvent qualifiée de « *best-in-class* ». Les portefeuilles issus de cette méthode comprennent des entreprises dans toutes les industries, y compris celles qui sont traditionnellement exclues par les investisseurs INTRANSIGEANTS.

Nous expliquerons plus tard en détail comment un portefeuille construit suivant cette méthode peut avoir un *fort contenu ISR sans coût de diversification notable pour l'investisseur*. Mais avant, il convient de souligner que cette approche sectoriellement neutre n'est pas une chimère de théoricien. Récemment, les entreprises qui créent des indices responsables et les managers de fonds ISR ont développé des produits qui utilisent l'approche « *best-in-class* » plutôt que d'exclure des industries entières (c'est le cas par exemple du Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI) qui depuis 2002 n'exclut plus les entreprises sur la base simple de leur appartenance à une industrie malfaisante).

Cette évolution vers des portefeuilles équilibrés est de nature à séduire les investisseurs PRAGMATIQUES sur l'aspect *performance*. Mais qu'en est-il de l'aspect *changement* ? Ce type de filtrage peut-il convaincre les entreprises d'améliorer leur comportement ?

### **L'ISR comme accélérateur de changement**

Nous avons remarqué plus haut que l'ISR n'a guère d'impact sur le comportement des entreprises lorsqu'il les boycotte au nom de la nature de leur activité plutôt que de la manière dont elles l'exercent. Ces entreprises ayant accès à une masse de capital plus restreinte, leur

---

<sup>18</sup> La paternité de l'approche moderne du choix de portefeuille est attribuée à Harry Markowitz qui reçut en 1990 le prix Nobel en économie pour ses travaux. Ceux-ci sont résumés dans son livre *Portfolio Selection : Efficient Diversification* (John Wiley & Sons, New Jersey, 1959).

coût du capital augmente légèrement (c'est-à-dire qu'elles doivent promettre des rendements plus élevés à leurs investisseurs) mais leur existence n'est pas remise en cause.

Plusieurs études académiques documentent cet effet. Par exemple, les professeurs Harrison Hong and Marcin Kacperczyk trouvent que les « actions des entreprises malfaisantes ont des rendements plus élevés que ceux d'actions au profil de risque comparable, et ce phénomène est consistant avec leur boycott par les investisseurs à contrainte éthique ». <sup>19</sup> Le scénario où tous les investisseurs du monde se ligueraient pour asphyxier ces entreprises est totalement dépourvu de plausibilité car pour quelques pourcentages de rendement supplémentaires, une très large fraction d'investisseurs ARBITRAGEURS (motivés exclusivement par les profits) se précipitent pour investir : en témoigne la popularité du tracker VICEX aux Etats-Unis, panier coté en bourse regroupant exclusivement des entreprises des industries malfaisantes. Cet « indice du vice » s'illustre souvent dans la presse financière par des titres prévisibles tels que « le vice bat la vertu dans la bataille des rendements ». <sup>20</sup>

### ***Créer une émulation entre les entreprises***

Les entreprises ne peuvent pas « changer de business », mais elles peuvent changer leur manière de faire du business si des changements réalistes leur permettent d'éviter le boycott par les fonds ISR. En sélectionnant les entreprises les plus méritantes, l'approche sectoriellement neutre crée une émulation pour passer la barre des critères ISR.

Les avocats de cette approche insistent sur l'importance de cette émulation : au lieu d'être bannies « sans appel » du fait de la nature de leur activité, les entreprises sont incitées à ne pas être dans la queue de peloton de leur industrie en matière de responsabilité sociale. Et c'est précisément dans les « industries malfaisantes » que des standards éthiques plus élevés ont le plus d'effet sur le bien commun. Car les entreprises de ces secteurs ne sont pas également nocives pour la société : par exemple certains vendeurs de cigarettes n'hésitent pas à cibler des consommateurs adolescents dans des pays pauvres, tandis que d'autres se contraignent à un certain niveau de décence éthique dans leur politique marketing. Il est assez intuitif que pour un investisseur éthique, ces entreprises ne doivent pas être traitées similairement. L'approche sectoriellement neutre prend en compte cet argument et promeut la meilleure entreprise en exemple pour le reste de l'industrie.

### ***La nature des incitations à la vertu***

Un lecteur critique pourra trouver à juste titre la démonstration inachevée : il ne suffit pas de créer des « concours de beauté » pour que les entreprises se battent pour les gagner... Quelles sont exactement les incitations des entreprises à éviter d'être en queue de peloton ?

---

<sup>19</sup> Harrison Hong and Martin Kacperczyk, "The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets", Princeton Working Paper 2006

<sup>20</sup> "Vice beats virtue in the battle for high returns", by James Altucher, *Financial Times*, dec 18, 2006.



Dans certains cas, la réponse est simple car être identifiée comme une entreprise « irresponsable » crée une méfiance chez les consommateurs ou une démotivation des employés, donc un coût indirect pour l'entreprise. Mais, trêve d'angélisme, ces situations ne sont pas généralisables à toutes les industries : par exemple, dépolluer un site ou adopter des technologies non-polluantes *au-delà de ce que la régulation exige* peut bel et bien diminuer les profits. Pour un dirigeant d'entreprise, obtenir de bonnes notes « ISR » justifie-t-il d'envisager de payer ce coût ?

Il y a au moins trois raisons pour lesquelles une entreprise *soucieuse uniquement de sa valeur actionnariale* est incitée par l'ISR à s'améliorer socialement *même si cela diminue ses profits immédiats*.

- **Le management du risque** : il est établi que de mauvais ratings éthiques tendent à prédire des problèmes légaux pour l'entreprise donc des pertes de *profits futurs*.<sup>21</sup> C'est d'ailleurs pour cela qu'une frange importante d'investisseurs ARBITRAGEURS (i.e. exclusivement motivés par la performance financière) prend en compte ces notes dans ses choix d'entreprises. C'est d'autant plus vrai que les thèmes qui sont à l'agenda des fonds responsables se retrouvent souvent quelques années plus tard dans les régulations (le durcissement très net des législations environnementales aux Etats-Unis en témoigne). Les revendications des fonds socialement responsables s'avèrent être une bonne anticipation des changements que l'entreprise sera contrainte par la loi de mettre en œuvre quelques années plus tard. En matière de changement technologique ou managérial, il s'avère souvent moins coûteux de prendre les devants.
- **Le coût du capital** : nous l'avons noté plus haut, aussi bien en théorie qu'en pratique, le boycott par une fraction importante d'investisseurs a pour conséquence une hausse du coût du capital, donc une baisse de la valeur de la firme.<sup>22</sup> Même une petite hausse peut avoir des effets très importants. Pour une entreprise dont les profits croissent à un taux annuel de 4%, le passage du coût du capital de 8% à 8.5% diminue la valeur totale de l'entreprise de plus de 11%.<sup>23</sup> On voit donc que, dans un pur souci de maximisation de la valeur de l'entreprise, un dirigeant sera prêt à prendre des mesures coûteuses pour éviter une hausse, même légère, de son coût du capital.
- **Des investisseurs loyaux** : Les investisseurs responsables sont typiquement des investisseurs de long terme qui ne vendent pas leurs titres à la première averse. Il y a deux raisons à cela :<sup>24</sup> les managers des fonds ISR souhaitent montrer à leurs clients l'impact que leur présence a eu sur les entreprises et engager un dialogue avec leurs dirigeants, ce qui évidemment suppose une présence longue au capital ; d'autre part, les investisseurs qui placent leur épargne dans ces fonds sont moins enclins à retirer leur capital dans les périodes de chute boursière. Cette loyauté est évidemment un attrait pour les équipes dirigeantes, par exemple parce qu'elles savent le cours de l'action moins sujet au

---

<sup>21</sup> Aaron K. Chatterji, David Levine and Michael Toffel, "How Well Do Social Ratings Actually Measure Corporate Social Responsibility?", *Duke University working paper*, 2007.

<sup>22</sup> Voir par exemple Robert Heinkel, Alan Kraus and Josef Zechner, "The Effect of Green Investment on Corporate Behavior", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Déc. 2001; 36,4; p. 431.

<sup>23</sup> Si on désigne par E les profits de l'entreprise, V, sa valeur, r le coût du capital et g son taux de croissance, la valeur de l'entreprise est égale au flux de ses profits futurs actualisés:  $V=E/(r-g)$ .

<sup>24</sup> Nicolas Bollen, "Mutual Fund Attributes and Investor Behavior", forthcoming, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

déviage dans des contextes d'informations de marché négatives et peuvent donc entreprendre des projets plus ambitieux.<sup>25</sup>

En soutenant des « causes réalistes », auxquelles les entreprises peuvent raisonnablement souscrire, l'ISR peut donc avoir un impact direct sur leur comportement. Cet impact interagit positivement avec le travail des régulateurs car en augmentant le nombre d'entreprises qui « font mieux » que ce que la loi exige, l'ISR diminue la taille des lobbies opposés à des régulations plus strictes, et ouvre donc la voie à des standards légaux plus élevés. Il agit donc comme un accélérateur de changement.

## **LA RECETTE DE CONSTRUCTION D'UN PORTEFEUILLE RESPONSABLE : DU CONCEPT A LA PRATIQUE**

Nous souhaitons maintenant aborder sous un angle plus concret la « fabrication » d'un portefeuille ISR. Dès que l'on quitte la théorie, la question de savoir quelles dimensions éthiques précises on souhaite considérer pour classer les entreprises ne peut plus être éludée.

### **Quelles valeurs considérer ?**

Pour les investisseurs INTRANSIGEANTS, les lignes de partage entre compagnies éligibles et non-éligibles sont très tranchées : ces investisseurs souhaitent éviter toute entreprise suspecte d'enfreindre leurs valeurs. La situation est plus subtile pour les investisseurs PRAGMATIQUES. Ces investisseurs ne s'intéressent à l'ISR que dans la mesure où il a un impact sur le comportement des entreprises. Les différentes valeurs qu'ils peuvent souhaiter exprimer doivent être examinées à l'aune de cette contrainte. Contrairement aux investisseurs INTRANSIGEANTS, ils ne souhaitent pas que leurs préférences éthiques interfèrent avec leur décision d'investir si cette expression est vouée à rester sans effet.

Quelles sont les valeurs éthiques vis-à-vis desquelles le comportement d'une entreprise peut être évalué de manière relativement objective et qui sont suffisamment consensuelles pour avoir une majorité de soutien dans la population mondiale ? *Seules les valeurs qui remplissent ces conditions sont susceptibles d'attirer les investisseurs PRAGMATIQUES.* Des valeurs « minoritaires » ou controversées ne recueilleront pas la masse critique de capital nécessaire pour inciter les entreprises à changer.

Ces deux critères - mesurabilité et consensus - nous conduisent à identifier trois valeurs que nous considérons comme les piliers d'un portefeuille ISR « pragmatique ».

- La protection de l'environnement
- Le comportement de l'entreprise avec les employés
- La sécurité des produits pour le consommateur

Pour parvenir à cette liste de valeurs, nous utilisons les résultats de votes des « propositions d'actionnaires » soumises ces dernières années en assemblée générale aux Etats-

---

<sup>25</sup> Edith Hotchkiss and Deon Strickland, "Does Shareholder Composition Matter? Evidence from the Market Reaction to Corporate Earnings Announcements" *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 1469-1498, August 2003

Unis<sup>26</sup>. Seules les valeurs axées autour de ces valeurs obtiennent en moyenne le soutien de plus de 10% des actionnaires. Des causes plus sujettes à controverse (par exemple les OGM, la protection animale) ne passent pas ce seuil.

## **Construction d'un portefeuille sectoriellement neutre**

Prenant en compte les considérations qui précèdent, nous proposons une méthode de construction d'un portefeuille (en actions) responsable. Nous illustrons la mise en oeuvre pratique et les résultats de cette méthode en l'appliquant à un indice boursier américain, le S&P500 qui regroupe 500 des plus grosses capitalisations américaines.

### ***Première Etape: collecter de l'information sur la responsabilité des entreprises.***

Pour construire notre portefeuille, nous devons évaluer la responsabilité sociale et environnementale des entreprises de notre univers initial, le S&P500, vis-à-vis des trois dimensions éthiques que nous avons retenues. Cette information peut être obtenue auprès d'agences spécialisées dans le rating social. Nous utilisons ici les données de KLD Analytics qui évalue près de 3000 entreprises américaines, dont l'intégralité de celles qui appartiennent au S&P500. En se fondant sur des sources d'information publiques, KLD note chaque entreprise par rapport à nos trois dimensions. En utilisant ces « notations » nous pouvons classer les entreprises par niveau de responsabilité sur ces différentes dimensions.

### ***Deuxième Etape: le filtrage***

En utilisant ces données, nous éliminons les entreprises qui ne sont pas assez responsables. Pour être plus spécifique, nous ne gardons que les entreprises du S&P500 pour lesquelles KLD ne note strictement aucun problème pour les dimensions suivantes : l'impact sur l'environnement, la sécurité des produits de l'entreprise, le traitement des employés. Ce filtrage est assez drastique : 150 entreprises sont éligibles sur les 500 entreprises candidates du S&P500. Nous avons donc rejeté près de trois entreprises sur cinq. Notre portefeuille inclut cependant des chaînes d'hôtel qui possèdent des casinos (comme Marriott), il n'est donc pas "pur" au sens de certains investisseurs INTRANSIGEANTS. Même lorsqu'elles ne génèrent qu'une petite fraction de leurs profits dans les industries malfaisantes, un filtrage fondé sur l'industrie éliminerait ces entreprises. L'avantage du filtrage que nous proposons est donc qu'étant agnostique vis-à-vis de l'industrie, nous conservons des entreprises dans tous les secteurs de l'économie.

### ***Troisième Etape: le choix du bon dosage***

Nous devons maintenant choisir combien investir dans chaque entreprise de notre portefeuille. L'ensemble dans lequel nous choisissons n'est pas équilibré entre secteurs : concrètement, pour l'année 2007, le filtrage opéré à l'étape précédente nous laisse 9 des 15 entreprises d'informatique du S&P mais seulement 4 des 24 entreprises pétrolières. Le secteur pétrolier est donc "sous-représenté" en nombre d'entreprises. Les montants que nous investissons dans les entreprises sont choisis pour corriger ce biais de représentation des secteurs: nous choisissons des montants tels que *la fraction de notre portefeuille investie en*

---

<sup>26</sup> Ces données sont en accès libre sur <http://www.fundvotes.com/>

*dollars dans une industrie donnée correspond à la fraction de cette industrie dans le S&P500.* Si un grand nombre des entreprises d'une industrie donnée a été éliminé par notre filtrage, nous investissons relativement plus dans celles qui restent pour rééquilibrer l'exposition industrielle du portefeuille. Cette étape est importante car elle garantit que nous conservons une bonne diversification industrielle et limite donc le risque du portefeuille.

Au final, nous obtenons un portefeuille qui préserve la diversification industrielle de l'indice S&P500. Nous parvenons à ce résultat pour deux raisons : d'une part nous évitons l'exclusion d'industries entières en jugeant les entreprises non sur leur appartenance à une industrie donnée mais sur leur comportement individuel. Par ailleurs, les montants investis dans chaque entreprise sont choisis pour que le portefeuille ait le même « dosage » industriel que le S&P500. Suivre ce procédé permet à l'investisseur responsable de ne pas avoir à sur-investir ou sous-investir dans certains secteurs de l'économie, il lui évite de faire des paris sur une industrie contre une autre.

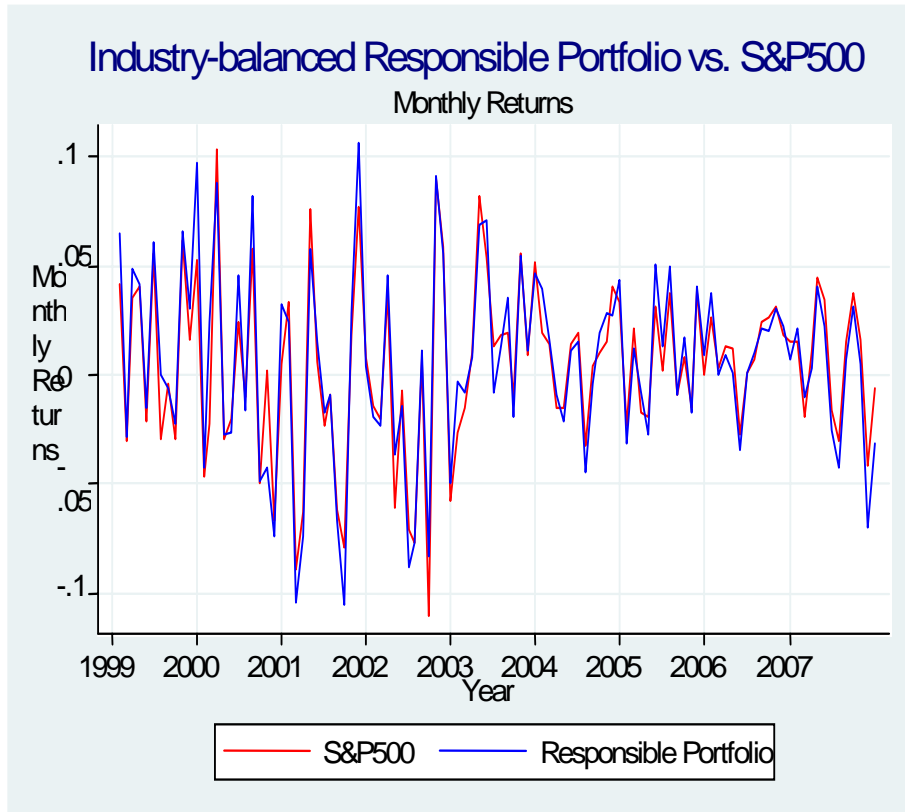
## **Performance financière**

Comment se serait comporté un portefeuille composé de la sorte sur la décennie passée en regard de l'indice S&P500 ? En utilisant les données historiques de l'agence de rating, nous pouvons remonter le temps et répondre à cette question en faisant ce que les économistes financiers appellent le « *back-testing* » de la méthode de construction de portefeuille que nous venons de décrire.

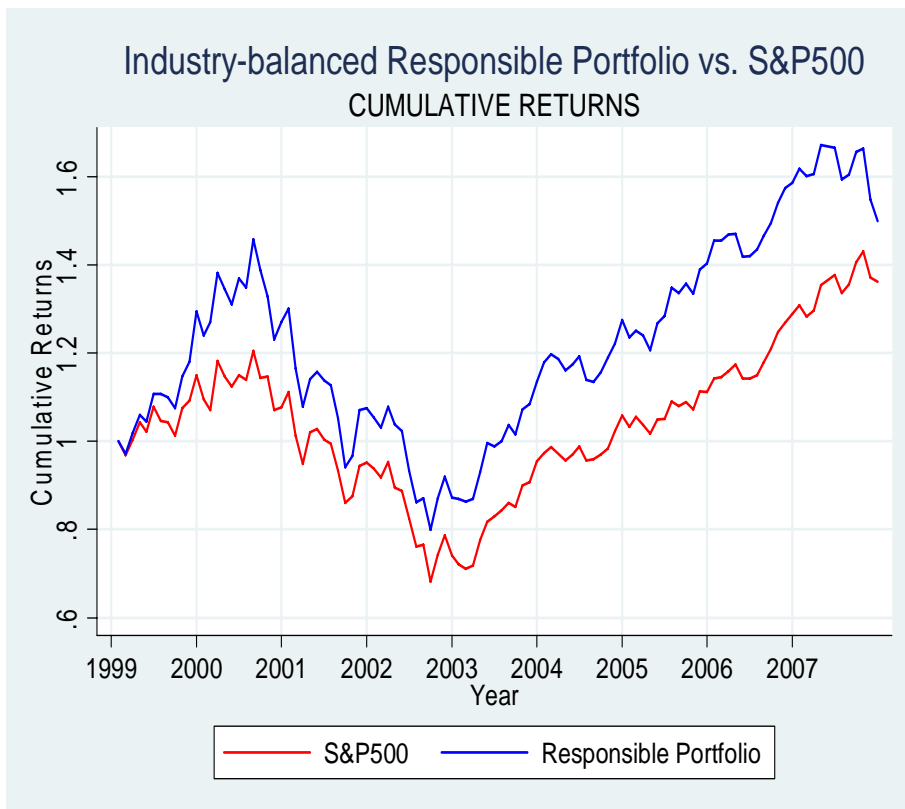
Le graphique des rendements mensuels du S&P500 et de notre portefeuille responsable montre leur très grande similarité, ils sont même visuellement difficiles à distinguer. Sur les 10 dernières années, le portefeuille responsable a des rendements légèrement supérieurs (52%) à ceux du S&P500 (40%) pour un niveau de risque très légèrement supérieur<sup>27</sup>.

---

<sup>27</sup> Volatilité mensuelle de 4.2% pour le portefeuille responsable contre 3.9% pour le S&P500



Pour clarifier la performance relative des deux portefeuilles nous montrons aussi leurs rendements cumulés.



Sources : Graphiques extraits de Landier&Nair, *Investing for Change, Op. cit., 2008*

Ce graphique montre que 100 dollars investis sur le S&P500 en 1999 aurait rapporté 135\$ fin 2007, contre \$150 pour le même montant investi sur le portefeuille responsable. Fait intéressant, durant la chute boursière de 2001-2003, le portefeuille responsable n'a pas un comportement pire que l'indice. Le portefeuille responsable ne baisse pas de plus de 1% quand l'indice baisse de 1%.

*Le portefeuille responsable a donc des rendements légèrement supérieurs historiquement pour un profil de risque similaire, alors même qu'il contient 70% moins d'entreprises.*

Ce résultat a été rendu possible par notre approche industriellement neutre: chaque secteur reste présent dans les proportions de l'indice, ce qui donne au portefeuille de bonnes propriétés de diversification. Une manière de penser à ce résultat est d'utiliser une analogie avec une recette de cuisine où les ingrédients seraient les secteurs industriels. Chaque entreprise a le « goût » de son secteur en termes de risques et de rendements, nous pouvons les utiliser pour représenter leur secteur. Et le fait que nous ayons relativement plus d'entreprises dans un secteur après le filtrage ne nous oblige pas à mettre plus de ce secteur dans notre portefeuille : nous composons celui-ci en utilisant le dosage de l'indice. Cette approche équilibrée sectoriellement élimine presque totalement l'accroissement du risque financier que prend un investisseur responsable, à la différence de celle qui consiste à exclure des industries entières.

## CONCLUSION

Il est désormais possible pour l'épargnant d'exprimer ses valeurs éthiques. Des agences de ratings spécialisées dans les notations éthiques et des gammes de produits financiers les utilisant permettent aux individus comme aux institutions d'investir dans les entreprises qui reflètent le mieux leurs valeurs.

L'investissement responsable peut-il offrir des rendements compétitifs ? Peut-il changer le monde ? La réponse ici n'est pas immédiate : elle dépend des valeurs considérées et de la manière dont elles sont exprimées dans le portefeuille. Si on place la barre de la responsabilité sur des valeurs suffisamment consensuelles pour rallier une fraction importante d'investisseurs

mondiaux et à un niveau qui permet aux entreprises de s'améliorer à un coût raisonnable, la réponse est affirmative. Il est également nécessaire de construire son portefeuille d'une manière qui ne déforme pas le poids relatif de chaque industrie. On peut sous ces conditions faire travailler son épargne à l'amélioration du monde, sans renoncer aux profits financiers.

Le modèle que nous avons exposé ne repose ni sur un appel à l'altruisme des entreprises, ni sur le pari que les entreprises les plus vertueuses sont au bout du compte les plus profitables. Il repose sur l'idée que le coût du capital reflète la demande des investisseurs, créant un puissant mécanisme de transmission entre la valeur des entreprises et les préférences des épargnants pour certains comportements.

Pour revenir au cas de la France, il y a bel et bien dans l'ISR la promesse d'une réconciliation des français avec la finance de marché. A « l'horreur » du capitalisme financier, vécu comme courroie impitoyable de transmission des contraintes économiques et perçu

comme injustement court-termiste, pourrait se substituer une compréhension du marché comme processus d'agrégation des valeurs, vertueux précisément en ce qu'il est long-termiste et non rivé sur les profits du moment présent.

Cette pédagogie du marché doit s'accompagner d'une pédagogie de la diversification souvent ignorée dans les programmes d'épargne salariale où les salariés sont incités à surexposer leur épargne à leur entreprise, alors même que tout l'intérêt de la finance de marché est de pouvoir éviter aux individus ce type de risque. Car ce n'est que mise en œuvre sous une forme diversifiée (sectoriellement agnostique) que l'ISR peut véritablement être bénéfique.

Enfin, cette promesse de démystification du « Grand Méchant Marché » se double de la possibilité de faire sentir aux Français les avantages de la transition vers un régime de retraites où la capitalisation joue un rôle plus important. La profondeur de l'empreinte socialement responsable que nous pouvons prétendre inscrire sur l'action des entreprises du monde dépendra en effet directement de notre poids collectif en tant qu'actionnaires.