

L'investissement socialement responsable : est-ce rentable ? Peut-on investir de manière responsable ?

1. L'impact du critère éthique sur la performance des fonds

Dans l'approche orthodoxe, le critère éthique est considéré comme une contrainte de la maximisation du profit.¹

Dès lors, la question de la performance des fonds éthiques est légitime. Si l'éthique est pénalisante alors on s'attend à une performance inférieure comparée à un investissement traditionnel.

Les raisons évoquées seraient un choix d'investissement plus restreint responsable d'une diversification plus faible des portefeuilles d'actifs. De plus, les coûts de recherche et de surveillance de telles entreprises grèveraient la performance des investissements réalisés.

Inversement, les tenants de l'approche socialement responsable argumentent qu'une entreprise soucieuse d'éthique a une plus faible probabilité de faire face à des litiges avec ses salariés, ses clients, ses fournisseurs ou encore la communauté dans laquelle elle est implantée ce qui se traduirait par des économies à moyen et long terme et ainsi un meilleur résultat.

Les effets de réputation de la politique de l'entreprise seraient également à prendre à compte dans le raisonnement sur la performance. Ainsi, le respect de l'environnement peut améliorer l'image de marque d'une entreprise et donc avoir un effet positif sur ses ventes. Une étude de la Banque mondiale publiée fin 2003, avec la collaboration de l'Institut international pour le développement durable, montre ainsi que les producteurs de café respectant des critères équitables (optimisation des conditions de travail de leurs salariés et investissement dans des projets d'éducation ou de santé) ont vu leurs ventes progresser 5 fois plus que celles des producteurs traditionnels.

Enfin, l'investisseur éthique renforcerait cet effet positif en permettant à l'entreprise d'accéder plus facilement à des moyens de financement direct.²

¹ J. Dobson, *The role of Ethics in Finance*, Financial Analysts Journal, November-December, p.57-61.

² Vanessa Serret, *L'investissement éthique est-il rentable ?*, Premier bilan sur les Opcvm éthiques en France (1990-2002).

2. Les études empiriques

Sur le marché américain, la performance de l'indice éthique, le Domini 400 Social Index (DSI) a été comparé aux plus importants indices traditionnels d'actions sur une période de 8 ans, de 1986 à 1994. Il conclut à l'absence de différence significative de performance.³ Par ailleurs, l'indice éthique Domini 400 a obtenu 4 fois la palme du meilleur rendement financier annuel depuis 1992. Il a été devancé 5 fois seulement par l'indice Standard & Poors 500, son indice de référence.⁴

Dans une étude antérieure, Hamilton, Jo et Statman concluent que la performance nette de frais mesurée entre 1981 et 1990 de 32 fonds éthiques américains est inférieure à celle du marché mais non significativement différente de fonds d'investissement conventionnels.⁵ Statman (2000) aboutit à la même conclusion pour un échantillon de 31 fonds éthiques entre 1990 et 1998.⁶

Sur le marché anglais, Mallin, Saadouni et Briston ont testé la différence de performance entre un échantillon de 29 trusts éthiques (fonds d'investissement anglais) et un échantillon de contrôle de trusts conventionnels. Bien que la performance des fonds éthiques soit supérieure à celle de l'échantillon de contrôle, cette différence n'est pas significative pour la période de test entre 1986 et 1993.⁷ Gregory, Matatko et Luther ont ensuite repris la même approche en améliorant la qualité de l'échantillon de contrôle. Les résultats montrent que la performance des 18 trusts éthiques entre 1986 et 1994 est très peu différente de celle des trusts conventionnels.⁸

Une étude de Bauer, Koedijk et Otten compare la performance de fonds éthiques sur le marché américain (32 fonds mutuels), allemand (16 fonds

³ Sauer D. A. (1997), *The Impact of Social-Responsibility Screens on Investment Performance: Evidence from the Domini 400 Social Index and Domini Equity Mutual Fund*, Review of Financial Economics, vol.6, n°2, p.137-149.

⁴ Plus large que le Dow Jones, cet indice représente, avec 500 valeurs sélectionnées, un autre indice de référence à Wall Street.

⁵ Hamilton S., Jo H., Statman M. (1993), *Doing well while doing good?, The investment performance of Socially Responsible Mutual Funds*, Financial Analysts Journal, vol.49, November-December, p.62-66.

⁶ Statman M. (2000), *Socially Responsible Mutual Funds*, Financial Analysts Journal, May-June, p.30-38.

⁷ Mallin CA, Saadouni B., Briston R.J. (1995), *The Financial Performance of Ethical Investment Funds*, Journal of Business & Finance, vol. 22, n°4, p. 483-496.

⁸ Gregory A., Matatko J, Luther R. (1997), *Ethical Unit Trust Financial Performance: Small Company Effects and Fund Size Effects*, Journal of Business Finance & Accounting, vol.24, n°5, p.705-724.

d'investissement) et anglais (55 trusts) entre 1990 et 2001 et obtient des conclusions similaires aux recherches antérieures.⁹

Une étude de Serret, qui porte sur 51 Opcvm éthiques distribués sur le marché français durant une période comprise entre le 30 mars 1990 et le 31 décembre 2002 montre des résultats semblables à ceux des recherches antérieures.¹⁰

Au niveau européen, l'indice ASPI Eurozone des sociétés cotées de la zone euro les mieux notées par Vigeo pour leur prise en compte des objectifs de Responsabilité Sociale des Entreprises affiche depuis 3 ans une rentabilité moyenne supérieure à celle de son indice de référence, le Dow Jones EURO STOXX.¹¹

L'indice boursier ASPI Eurozone a gagné plus de 17% durant les 11 premiers mois de 2005. Le profil d'évolution de l'ASPI Eurozone est resté proche, en 2005, de celui de son univers de référence l'indice Dow Jones Euro STOXX.

Selon les évaluations de Standard & Poors, l'Ethibel Sustainability Index a réalisé quant à lui de très bonnes performances au cours des cinq années écoulées. Au cours de cette période, l'ESI a souvent réalisé de meilleures performances que le S&P Global 1200 et ce tant dans un climat boursier négatif que positif.

3. Critique de ces études

Trois critiques d'ordre scientifique viennent à l'esprit en examinant ces études empiriques.

D'une part, la définition d'entreprise socialement responsable et, partant, de fonds éthiques ou socialement responsables n'est pas univoque et diffère d'un pays à l'autre et d'une institution financière à l'autre. Il est donc difficile d'établir, sur le plan scientifique, une catégorie de fonds, qualifiés d'éthiques, à comparer à d'autres fonds.

Ensuite, le marché éthique est un marché de niche qui n'est pas représentatif de tous les secteurs de l'économie. Certains de ceux-ci, qui posent par essence moins de problème sur le plan social et environnemental, comme par exemple les nouvelles technologies, sont surreprésentés par rapport à d'autres, comme le pétrole.

Enfin, l'impact de la dimension socialement responsable sur la performance des portefeuilles est encore difficile à déterminer. L'objectif de l'ISR est avant

⁹ Bauer R., Koedijk K, Otten R (2002), *International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style*, CEPR Discussion Paper n°3452, www.ssrn.com.

¹⁰ Vanessa Serret, op. cit.

¹¹ Indice de référence global de la zone Euro intégrant 360 valeurs sélectionnées parmi les 12 pays appartenant à la zone Euro.

tout la recherche de performances régulières dans une perspective moyen ou long terme. Les études portent sur de trop courtes durées que pour offrir une base de comparaison valable.

Par ailleurs, les arguments avancés par les tenants de l'approche socialement responsable pour justifier, sur le plan théorique, la rentabilité de fonds ISR à partir d'une meilleure gestion des risques et une meilleure réputation de la politique de l'entreprise, s'ils ne sont évidemment pas dénués de toute pertinence, reposent sur l'axiome qu'une bonne gestion ou une bonne réputation de l'entreprise entraîne, ipso facto, un meilleur résultat pour celle-ci, d'une part, et un meilleur rendement pour l'investisseur, d'autre part. Cela reste évidemment à démontrer, même si l'on peut évidemment admettre que cela y concoure.

Au-delà de ces critiques sur la réponse apportée, probablement un peu vite, à la question de la performance des fonds éthiques, il en existe d'autres, plus fondamentales, sur la question elle-même.

4. Glissement de paradigme

Nous avons écrit que la question de la performance des fonds éthiques est légitime. A la condition – souhaitons-nous ajouter – qu'elle soit bien posée, c'est-à-dire dans toute sa complexité, quant à son objet et à son destinataire.

L'investissement socialement responsable a ceci de particulier qu'il constitue l'incursion de préoccupations sociétales dans un monde économique qui n'a pas toujours eu pour habitude de se préoccuper de considérations de cet ordre. Il correspond à l'idée selon laquelle les performances globales d'une entreprise doivent être mesurées en fonction de sa triple contribution à la prospérité économique, à la qualité de l'environnement et au capital social¹², c'est-à-dire la triple bottom line terme créé par John Elkington, qui fait référence aux trois ramifications de la responsabilité : le social, l'environnemental et l'économique¹³.

La triple bottom line propose une approche des entreprises qui ne se limite pas à la valeur économique qu'elles créent, mais qui s'intéresse aussi à la valeur sociale et environnementale qu'elles ajoutent – ou détruisent. Elle rejoint, au niveau de l'entreprise, la préoccupation du développement durable définie par la Commission mondiale de 1986 sur l'environnement et le développement durable (Commission Brundtland) comme un "développement qui répond aux besoins du présent sans compromettre la possibilité pour les générations futures de satisfaire les leurs "

Poser la question de la seule performance des fonds éthiques, sinon corollaire au moins en lien direct avec la prospérité économique des entreprises qu'ils financent, sans avoir égard, au même titre, à la plus-value sociale et

¹² **Commission Européenne, 2001.**

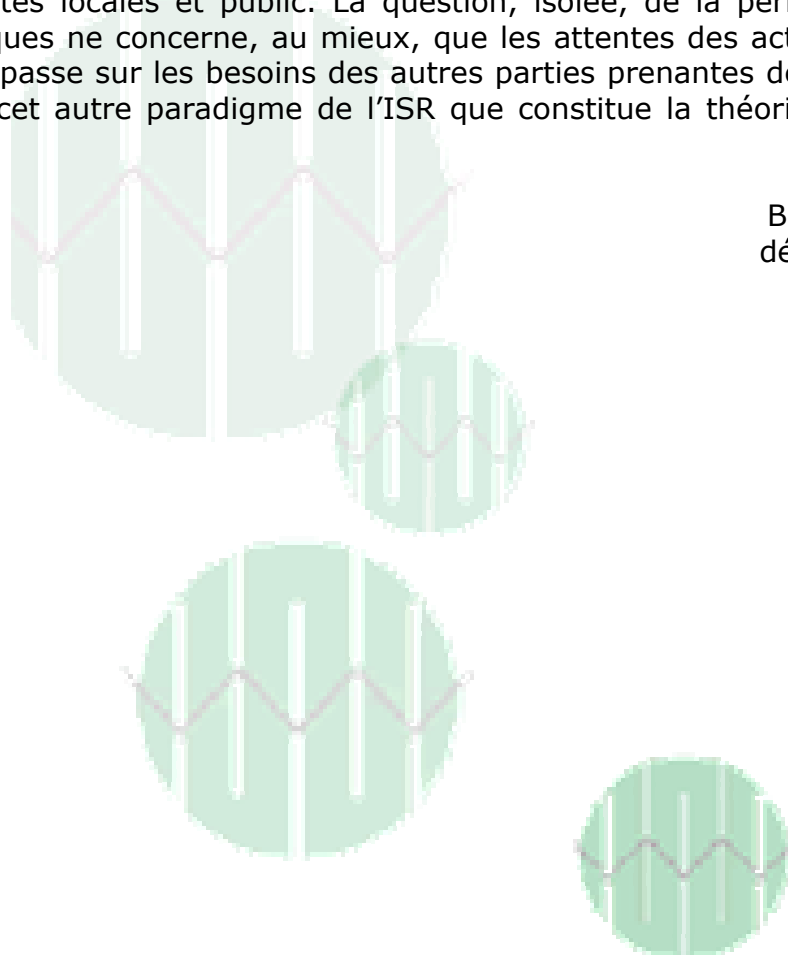
¹³ Cannibals with Forks, 1997.

environnementale apportée par ces mêmes entreprises, revient donc à trahir l'idée même d'investissement socialement responsable. On n'investit pas au mépris de la rentabilité, mais pas davantage au mépris des conséquences sociales et environnementales. A l'approche pluridimensionnelle de l'ISR, on substitue l'approche unidimensionnelle financière classique.

On pervertit même cette approche pluridimensionnelle de l'ISR, dans la mesure où les plus-values sociales et environnementales ne sont plus regardées que comme des arguments de meilleure gestion de risque ou de meilleure gestion de l'image, en d'autres termes comme des apports de rendement financiers. C'est, en quelque sorte, la revanche du monde financier ou la fable de l'arroseur arrosé, où l'incursion de préoccupations sociétales dans le monde économique est vampirisée par ce dernier qui traduit celles-ci en simples avantages économiques et les intègre dans un monde unidimensionnel, éloigné de préoccupations sociales et environnementales autres que rentables sur le plan économique.

A cette trahison de l'objet même de l'ISR correspond celle du destinataire. L'investissement socialement responsable implique la prise en compte des besoins de toutes les parties prenantes de l'entreprise – actionnaires mais aussi clients, employés, partenaires commerciaux, gouvernements, communautés locales et public. La question, isolée, de la performance des fonds éthiques ne concerne, au mieux, que les attentes des actionnaires. En faisant l'impasse sur les besoins des autres parties prenantes de l'entreprise, elle trahit cet autre paradigme de l'ISR que constitue la théorie des parties prenantes.

Bernard Bayot,
décembre 2005



Le RESEAU FINANCEMENT **ALTERNATIF** est un réseau pluraliste de sensibilisation et de solidarité en matière d'éthique financière et sociale.

Son but est de promouvoir, par un travail d'éducation permanente, l'éthique et la solidarité dans les rapports à l'argent afin de contribuer à une société plus juste et plus humaine.

A cet effet, les axes de travail du Réseau Financement Alternatif sont :

Informier et sensibiliser le public afin de favoriser l'éthique et la solidarité dans les rapports à l'argent et être instigateur de débats, initiateur de réflexions et développeur de pistes novatrices en matière de finance éthique et solidaire ;

Promouvoir le développement de nouveaux outils et mécanismes financiers à caractère éthique et solidaire, inciter les différents acteurs économiques à investir de manière responsable et financer, grâce aux produits solidaires sur lesquels le Réseau Financement Alternatif est partenaire, des projets développés par des organisations poursuivant le même objet.

Depuis 1987, plus de 70 associations se sont rassemblées au sein du RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF :

L'Aube, La Bouée, le Centre de Développement Rural, Credal, De Bouche à Oreille, Les Ecus Baladeurs, La Fourmi Solidaire, Le Pivot, SAWB - Solidarités des Alternatives Wallonnes et Bruxelloises, Les Ateliers de l'Insu, C-Paje, CGé - ChanGement pour l'Egalité, Ecole des Parens de Liège, la Fédération Laïque des Centres de Planning Familial, la Fondation pour les Générations Futures, la Fondation Saint Paul, Imagine, Infor-Homes Bruxelles, la Ligue des Familles, l'Université de la Paix, Les Amis de la Terre, l'Association pour la Promotion des Energies renouvelables - APERe, Die Raupe, Inter-Environnement Bruxelles, Nature & Progrès, RESSources, ADEPPI - Atelier d'éducation permanente pour personnes incarcérées, L'Arche d'Alliance Namur, L'Arche en Belgique, L'Association des Ecoles de Devoirs en Province de Liège, ATD - Quart-Monde, La Bastide, La Bobine, Caritas, Centre de Prévention des Violences Familiales & Conjugales, CIAJ -Centre d'information et d'aide aux jeunes, Equipes d'Entraide, Espace Social Télé-Service, Foyer de Burnot, GABS -Groupe d'animation de la Basse-Sambre, Habitat-Service, Hydrojeunes, Infor-Veuve, Mains tendues de Michel Corin, La Marguerite, Le Mouvement du Nid, Point d'Appui, Sainte Walburge, Solidarités Nouvelles, Surdimobil, AMPGN -Association Médicale pour la Prévention de la Guerre Nucléaire, GRIP -Groupe de Recherche et d'Information sur la Paix, La Ligue des droits de l'Homme, MIR - Mouvement International de Réconciliation, MRAX -Mouvement contre le Racisme et la Xénophobie, SCI -Service Civil International, AFOCO - Apiculture, Formation, Coopération, Autre Terre, Echos Communication, Entraide et Fraternité, FIAN -Foodfirst Information & Action Network, Fondation André Ryckmans, Frères des Hommes, les Magasins du monde-Oxfam, Max Havelaar, Médecins du Monde, Peuples Solidaires, SLCD -Service Laïque de Coopération au Développement.

Visitez www.rfa.be