

Ethical investments as a system of regulation of the economic activities

P. Robert-Demontrond

CREREG – UMR CNRS Rennes (philippe.robert@univ-rennes1.fr)

Abstract:

The concept of "socially responsible investment" as a system of auto-regulation of the economic activity is examined. Its historical and theoretical grounds are presented and its conceptual and operational limits are pointed out.

Keywords:

Sustainable development, ethical investments, social criteria, finance

1. Introduction.

Dans la perspective de la théorie de la régulation, le régime d'accumulation capitaliste est en pleine mutation, passant d'un système de type "fordiste" à un autre, "post-fordiste", ou encore qualifié de capitalisme "patrimonial" - dans lequel la sphère de la finance se substitue au salariat pour déterminer les normes d'accumulation et de répartition de la valeur créée, mais aussi d'assomption du risque. Les investisseurs institutionnels, porteurs du pouvoir actionnarial, sont alors les acteurs majeurs de ce nouveau régime de croissance, disciplinant les systèmes de production en leur édictant leurs normes de rentabilité. Normes qui, sous la pression d'ONG très actives, imposent par leur influence sur le public un nouvel agenda politico-économique, ne portent plus seulement sur l'efficacité ou l'efficacité de la fonction de production mais également sur sa soutenabilité. Soutenabilité environnementale, et soutenabilité sociale : les entreprises sont financièrement astreintes à infléchir leurs pratiques, vers l'adoption de comportements plus responsables sur les plans écologiques et éthiques. Et ce, de plus en plus à mesure que s'affirme économiquement la filière dite de "l'investissement socialement responsable" - ou ISR.

2. Caractérisation de l'ISR.

L'ISR implique une analyse de la performance sociale des entreprises, définie par l'idée que ces dernières n'ont pas d'obligations restrictivement bornées à leurs seuls actionnaires, mais en ont également, plus largement, envers leurs employés, leurs clients et leurs fournisseurs, et plus largement encore, envers les communautés dans lesquelles elles opèrent et où elles s'insèrent.

2.1 Historique de l'ISR.

La première génération des modèles et fonds d'évaluation - basée sur un screening négatif des organisations -, est due à une initiative prise en 1928 par le *Pioneer Fund* de Boston, proposant des placements financiers excluant explicitement tout ce qui avait trait à certains produits jugés immoraux - les "*sin stocks*" ou "titres du péché" comprenant le tabac, l'alcool, le jeu ou l'armement. Auparavant, en 1908, le *Federal Council of Churches of Christ in America* avait adopté un texte insistant sur la moralité des conditions même de production, plus encore que les produits - texte qui reste, jusqu'à présent encore, une référence pour les investisseurs sociaux quant aux buts à atteindre pour construire une société juste, dont notamment : *i*) l'égalité des droits entre travailleurs ; *ii*) l'abolition du travail des enfants ; *iii*) la régulation des conditions de travail des femmes (afin de préserver la santé physique et morale de la communauté) ; *iv*) la réduction graduelle des heures de travail ; *v*) le repos obligatoire

d'un jour par semaine ; vi) le droit à un salaire décent ; vii) la protection du travailleur. Progressivement, cet aspect de l'évaluation (centré sur les conditions de production, plus que sur les produits) a pris une importance décisive - la lutte contre la discrimination raciale devenant le premier critère de subordination des investissements au respect de "conditions éthiques". Cet activisme actionnarial, initié en 1970 par la soumission, à l'assemblée générale de General Motors, par des représentants de l'Église Épiscopaliennne, d'une résolution proposant la cessation de toute activité en Afrique du Sud, fut au fondement de la création, en 1986, par une institution financière de Boston, d'un indice - "*South Africa Free Equity*" -, défini sur S&P 500 expurgé des firmes présentes en Afrique du Sud, en vue d'évaluer les conséquences de cette restriction pour les investisseurs. L'indice SAFE s'avéra surperformer S&P 500 - ce qui encouragea le mouvement. Le montant des capitaux "désinvestis" dépassa 600 milliards de \$ en 1991, soit un cinquième de la capitalisation boursière totale. En 1991, les deux tiers des entreprises américaines présentes en 1984 avaient quitté le pays...

Progressivement, un second type de modèles est apparu, utilisant un nombre réduit d'indicateurs positifs - l'application stricte des critères d'exclusion étant souvent en contradiction avec les exigences des investisseurs, en terme de performance économique. L'évaluation des sociétés selon des critères environnementaux et sociaux permet alors de gérer cette contradiction - le portefeuille investissant un peu moins dans les sociétés mal notées et un peu plus dans celles reconnues faire des efforts. De sorte, finalement, que des entreprises peuvent figurer dans un fonds de développement soutenable - quoiqu'étant stigmatisées comme étant génératrices d'externalités négatives sur leur environnement -, pour autant cependant que ces externalités s'avèrent, à l'analyse, moindres que celles de leurs concurrentes.

Le problème est alors, justement, le mode d'analyse. En dépassement des précédents modèles d'évaluation, ceux de troisième génération intègrent des batteries d'indicateurs sociaux et environnementaux - outre ceux purement économiques -, et mesurent la qualité du management des entreprises au travers de questionnaires écrits et sur la base de sources écrites. Reste qu'il est encore difficile de savoir comment sont faites les évaluations. Les entreprises répondent le plus souvent elles-mêmes à des questionnaires qui leur sont directement adressés. De là finalement le développement de modèles de quatrième génération - s'apparentant à ceux précédents pour ce qui est du contenu et en différant significativement pour ce qui est des protocoles méthodologiques. L'évaluation comporte de fait alors une enquête sur le terrain. Toutes les catégories du personnel sont interrogées - afin d'obtenir une image pondérée, réaliste et nuancée des prestations sociétales effectives de l'entreprise.

2.2 Dynamique de l'ISR.

Faute d'une définition consensuelle de l'ISR, tant en ce qui concerne le concept qu'en ce qui concerne la méthode même de sélection des actions, les statistiques existantes en la matière sont de traitements difficiles. Pour autant, il est certain que la filière de l'ISR est en plein essor. Aux Etats-Unis, entre 1995 et 1999, les placements marqués par des préoccupations socio-éthiques et écologiques sont ainsi passés de près de 600 à plus de 2100 milliards de dollars, soit plus de 13% des placements actions effectués - avec un rythme de progression des investissements 3 fois supérieur à celui des portefeuilles classiques. La tendance est la même au Royaume-Uni, où l'ISR atteint, fin 1999, près de 50 milliards de livres - soit 2 fois plus qu'en 1997. Une loi, applicable depuis juillet 2000, astreint les fonds de pension à annoncer s'ils utilisent, pour décider de leurs placements, des critères éthiques - environnementaux ou sociaux. Ailleurs, avec retard, la tendance est identique.

2.3 Supports techniques de l'ISR.

Au total, on assiste au développement, endogène aux entreprises, et par décision unilatérale, de codes de conduite et de systèmes d'évaluations internes visant à l'élaboration de bilans sociétaux à l'adresse des marchés financiers. L'engagement social, public (et faisant l'objet de publicités dans une perspective de compétitivité), est devenu un credo pour nombre de sociétés - la création en 1992 de l'association *Business for Social Responsibility* (BSR) suscitant l'afflux d'entreprises transnationales.

Et on assiste au développement, exogène aux entreprises, de systèmes de notation visant à aider la prise de décision des investisseurs - avec l'apparition et la multiplication : *i*) d'analystes éthiques, dans les sociétés de gestion, en charge, au travers la recension et le traitement de l'information sur les comportements sociaux et environnementaux des entreprises cotées, de proposer des indications et recommandations d'investissement ; *ii*) de nouveaux bureaux d'analyse, mesurant la responsabilité sociétale de l'entreprise pour contribuer à la création de fonds d'ISR, fondés sur des indicateurs de soutenabilité du développement, également offrir aux investisseurs et aux gérants de portefeuilles des outils d'analyses et de recherches complémentaires de l'analyse financière, et consolider les informations sur les sociétés cotées en bourse ; *iii*) de normes sociales, permettant de vérifier que les pratiques industrielles d'une organisation sont socialement responsables - et ce, en garantissant l'uniformité des protocoles d'évaluation ; *iv*) d'indices sociaux des marchés boursiers, constituant des références utiles pour prouver les répercussions positives, sur les performances financières, d'une sélection fondée sur des critères sociaux - ainsi notamment du DSI-400, pour *Domini Social Index*, élaboré dès 1990 à partir de 400 sociétés américaines, du *Dow Jones Sustainable Index*, indice mondial de développement durable lancé fin 1999, du *Jantzi Social Index*, lancé en 2000, qui classe une soixantaine de firmes canadiennes en fonctions de critères sociaux.

3. Problématisation de l'investissement éthique.

Le poids des valeurs, des convictions éthiques, est donc à présent déterminant dans le calcul de la valeur (économique) d'une entreprise. Or, la mise en place de standards éthiques, en entreprise, en réponse aux nouvelles attentes des marchés financiers, peut engendrer d'importants effets pervers au regard des objectifs initialement visés.

3.1 Le problème de la définition des engagements.

Les engagements des fonds éthiques sont souvent sans ambition : ce que l'on voit notamment en ce que : *i*) si la plupart d'entre eux excluent actuellement les entreprises faisant travailler des enfants, elles négligent de préciser tout âge minimal ; *ii*) si 97% des fonds d'ISR excluent les firmes du secteur tabac, 43% seulement incluent des normes en matière de droits de l'homme dans leur screening des entreprises (Social Investment Forum, 1999). De là donc des niveaux effectifs de régulation des externalités négatives très réduits.

Ce qui n'est pas encore le problème majeur : celui-ci tient plus essentiellement en ce que le développement même de la filière ISR n'est pas sans risque : risque d'un nouvel impérialisme, insoucieux de ce que, si les valeurs ont une géographie, elles ont aussi une écologie. Des chocs culturels s'annoncent en conséquence, dès lors que le screening des entreprises, acquérant cette fois quelques ambitions, affine ses considérations morales.

Ces chocs ne sont pas propres à des oppositions Nord-Sud, ou encore Occident contre Orient. C'est ainsi qu'au printemps 1999, Imerys (qui s'appelait alors Imétal) annonçait l'acquisition d'*English China Clays PLC* (ECC), une multinationale spécialisée dans la transformation de minéraux. ECC possédait alors à Sylacauga, en Alabama, une usine employant 280 salariés, non syndiqués. Or, à proximité, Imerys possédait également un site de production, *Georgie Marble*, employant quelques 120 salariés, tous syndiqués. Très rationnellement, Imerys opéra le regroupement des deux établissements en une seule entité. Ce que faisant, des problèmes imprévus sont apparus, opposant les représentant locaux du syndicat Pace affilié à l'ICEM, fédération internationale des syndicats de travailleurs de la chimie, de l'énergie, des mines et des industries diverses, à la direction de la nouvelle entité. Pour obtenir un nouveau mandat syndical, les responsables de Pace ont effectivement souhaité que cette direction reconnaisse le système, très américain, des *authorization cards*, qui permet à un syndicat de devenir le seul représentant du personnel, pour peu qu'il obtienne une large majorité de signatures lors de la récolte des *authorization cards*. Cette pratique, qui n'ignore pas la pression psychologique sur les non syndiqués est estimée anti-démocratique par la direction européenne d'*Imerys*. Celle-ci estima par ailleurs que, de ce que les deux installations industrielles ne constituent plus qu'un seul établissement,

Pace ne représente plus la majorité des salariés. De cette situation conflictuelle, le fonds de pension *Walden Asset Management*, exploitant des critères ISR, s'est finalement ému, en mai 2000, faisant alors pression sur la direction d'Imerys pour qu'elle change en la matière sa politique managériale. On voit bien le problème : ce qui est figuré légitime aux Etats-Unis - comme, ici, la possibilité d'une représentation monosyndicale dans une entreprise, et sans élection -, ne l'est pas nécessairement ailleurs - en Europe, ici, où l'on s'offusque au contraire de telles pratiques. "Où se trouve la bonne éthique des entreprises, ici en Europe ou aux Etats-Unis ?" s'interrogeait en commentaire de ce cas V. de Filippis [2000].

La question est d'importance : à l'évidence, l'auto-régulation des systèmes de production par la responsabilisation sociale des investissements ne suffit pas. Elle ne peut jamais que provoquer des chocs culturels, et par conséquent des mouvements de résistance, de replis identitaires. En prévention, il est nécessaire que des instances supra-nationales, telle que l'OIT, s'impliquent dans la définition d'un référentiel normatif pour mieux cadrer et encadrer la filière de l'ISR.

3.2 Le problème de la vérification des engagements.

Les sources d'information les plus fréquemment exploitées par les gestionnaires de fonds d'ISR sont les entreprises elles-mêmes - au travers notamment leurs rapports annuels. Ce qui pose évidemment problème, en termes de fiabilité des informations communiquées. Pour illustration : dès la fin 1992, Nike a produit un code de conduite qui, sous la forme d'un document intitulé "*Memorandum of understanding*", astreint les sous-traitants à : *i*) respecter les lois du travail en vigueur sur le plan national ; et *ii*) respecter les conventions internationales de l'OIT relatives au travail forcé, au travail des enfants, aux discriminations au travail. Les documents officiels de Nike affirment également qu'un représentant en charge de s'assurer du suivi effectif du code de conduite est affecté à chaque usine de sous-traitance. Mais, ces salariés ont également pour mission de veiller sur la production... Autrement dit, la définition des rôles nuit fortement à l'effectivité du contrôle. Et de fait, les témoignages s'accumulent qui indiquent l'absence de tout audit social, de toute vérification sur l'application des résolutions prises [Robert-Demontrond (2002)].

L'appel à un système de contrôle externe, étiqueté comme "indépendant", ne résout pas le problème : les visites des auditeurs sociaux sont souvent annoncées la veille. Les usines sont alors "humanisées", les enfants évacués des ateliers de production ; plusieurs cas sont rapportés d'une double comptabilité pour les salaires, d'une falsification des cartes de pointage pour dissimuler les heures supplémentaires, d'une signature contrainte de fausses fiches de paye... Plusieurs cas sont également rapportés d'ouvriers entraînés à la formulation de réponses cadrées aux questions des enquêteurs - parfois sous menace de licenciement en cas "d'erreurs". Les ouvriers interrogés sur leurs conditions de travail sont ainsi souvent l'objet de mesures d'intimidations afin de falsifier leurs rapports ou de les forcer à répondre aux questions des enquêteurs de manière "appropriée" selon des scénarios préparés par la direction. La possibilité même d'en appeler à un système de contrôle externe est d'ailleurs souvent contestée : les représentants de la plupart des sociétés ayant rédigé des chartes sociales ont effectivement déclaré qu'une vérification indépendante constituerait une ingérence indue dans leurs affaires... Or, la validité du screening éthique, et donc l'efficacité de l'ISR, est fonction des sources d'information utilisées par les gestionnaires de fonds d'ISR. Tandis que les frais de gestion additionnels liés à la nécessité de collecter de l'information de qualité risquent d'affecter la rentabilité de ces fonds...

3.3 Le problème de l'évaluation des engagements.

La pratique même du screening positif est source de problèmes dans l'évaluation de la soutenabilité d'un système de production : *i*) en terme de *scoring*, de notation absolue, le fait qu'une entreprise soit d'excellence sur certains critères, surpondérés par les marchés, compense-t-il le fait qu'elle soit répréhensible (ne suive pas un sentier de développement soutenable) sur d'autres critères ? *ii*) en terme de *rating*, de notation relative, le fait que l'on ne s'accorde pas sur un niveau minimal de soutenabilité est-il pertinent ?

Pour illustration, le Jantzi Index est focalisé sur la place financière des valeurs canadiennes, qui est notablement dominée par des valeurs des secteurs minier et forestier. Or, les pratiques de ces dernières en matière de soutenabilité environnementale posent problème. Mais les exclure de l'Index, selon un screening négatif, aurait pour effet de vider celui-ci de toute substance. D'où le recours à une approche "d'excellence sectorielle" qui ne raisonne qu'en terme de notation relative - sans seuil minimal de performance. Le fait qu'une société soit étiquetée "SR" ne signifie alors pas qu'elle le soit nécessairement, véritablement - seulement que les concurrents le sont moins...

3.4 Le problème de l'attractivité financière des fonds d'ISR.

La difficulté d'accès à une information fiable limite significativement le taux de rotation des titres des fonds éthiques. Ce qui, techniquement, peut affecter leur performance financière en bornant les possibilités d'une gestion active de ces portefeuilles. Or, les fonds éthiques sont assis sur l'idée que la rentabilité et la durabilité ne s'excluent pas mutuellement. Plus précisément, les fonds éthiques considèrent la plus-value sociale comme un surplus du rendement financier attendu, normal, et comparent systématiquement le rendement des sélections d'actions durables avec celui des placements traditionnels.

Or, l'adoption de critères de soutenabilité impose des restrictions additionnelles à celles traditionnelles, financières, contraignant les décisions d'investissement. Les possibilités de diversification sont de fait limitées et par conséquent le risque des portefeuilles est accru. Par ailleurs, une analyse de responsabilité sociale portant sur un portefeuille de produits étendu est de forte complexité. En conséquence de quoi, les grandes entreprises sont très souvent sous-représentées dans les sélections d'actions durables. Celles de plus faible dimension sont alors surpondérées. Ce qui pose problème, notamment en ce que la liquidité de ces actions est plus limitée. Restriction qui accroît également le risque. La question qui se pose finalement est donc de savoir si l'ISR est d'un rendement : *i*) de niveau plus élevé que celui des fonds traditionnels ; et *ii*) contrebalançant la prise de risque plus élevée.

En la matière, les réponses sont très contradictoires. Ce qui s'explique notamment par le fait que le benchmark utilisé pour juger la performance financière de l'ISR diffère souvent d'une étude à l'autre. Les résultats de White [1995], qui concluent à une performance financière des fonds éthiques inférieure à celle du marché, ont pour fondement une comparaison avec l'indice S&P 500, tandis que les résultats de Grieb et Reyes [1998], comme ceux de M'Zali, Turcotte et Hamel [2001], qui indiquent une meilleure performance économique pour les fonds éthiques, reposent sur une comparaison avec les fonds mutuels conventionnels d'actions - dont la performance financière fut inférieure à celle de S&P 500 [Malkiel & Radisich (2001)].

4. Conclusion.

Le développement de la filière ISR, dont l'encours total ne cesse d'augmenter, vise à l'auto-régulation du système économique. A cet effet, des paramètres sociaux sont intégrés dans le screening des entreprises, avec l'idée de privilégier celles d'entre elles orientées vers une logique de création de valeur sur le long terme.

L'objectif est ce faisant d'exercer une pression coercitive sur les entreprises "fautives" en les pénalisant, en ne se portant pas acquéreur de leurs actions - avec donc l'idée qu'elles finissent par changer de comportements et, plus profondément, avec l'idée que la maximisation de la rente financière est compatible avec une perspective de soutenabilité sociale de la croissance de la production. Idée qui connaît un franc succès, et qui n'est pourtant pas, comme on l'a vu, sans problèmes de fond.

Les pallier implique essentiellement une harmonisation des initiatives privées - que l'on glisse à présent de projets singuliers vers une histoire chorale, dont l'orchestration soit assurée, activement, par

des instances supra-nationales, telles que l'OIT et l'ONU -, et que la logique suivie soit celle du devoir, et non pas du calcul stratégique.

Références

- Filippis, V. de (2000). Investissement éthique: la leçon d'Imerys. *Libération*, jeudi 11 mai.
- Grieb, T, Reyes, M. G. (1998). The external performance of socially responsible mutual funds. *American Business Review*, 16.
- Malkiel, Radisich (2001). The growyh of index funds an the pricing of equities securities. *Journal of Portfolio Management*, 27.
- Robert-Demontrond, P. (2002a). Portée stratégique de l'effort de soutenabilité sociale du développement économique. *XIIIe Congrès de l'AGRH*, Nantes, 21 et 22 novembre 2002.
- Robert-Demontrond, P. (2002b). Clauses, normes et chartes sociales : principes et enjeux de nouvelles règles du jeu concurrentiel. *Sciences de la société*, 2.
- Social Investismment Forum (1999). *Report on socially responsible investing trends in the United States*. Washington, SIF, novembre.
- White (1995). The performance of environmental mutual funds in the united States and in Germany, in D. Collins & M. Stark (eds), *Research in corporate social performance and policy*. Supplement 1, 323-345.