



L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE, ÉLÉMENT DE RÉPONSE À LA CRISE ?

ANTOINE DE SALINS*

LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS FACE À LA CRISE

La crise ne laisse pas indemnes les investisseurs institutionnels. Elle les contraint bien sûr à réexaminer les fondamentaux de leurs politiques d'investissement, c'est-à-dire leur « vision du monde » à long terme, les hypothèses et outils techniques d'optimisation de leurs portefeuilles et d'analyse des risques et des scénarios extrêmes. Elle les oblige à arbitrer entre des risques de court terme, dont l'intensité a violemment augmentés, et des espérances de rendement à long terme au pire moment, c'est-à-dire celui où les marchés financiers sont très largement en état de dislocation. Elle les incite aussi à s'interroger sur leur part de responsabilité dans l'ébranlement du système financier interna-

tional dont ils sont aussi des acteurs. Allocataires d'actifs, ont-ils en diversifiant fortement leurs investissements au-delà des classes d'actifs traditionnelles (actions, obligations) pour à la fois trouver des sources de rendement supplémentaires et réduire le risque global de leurs portefeuilles, favorisé la naissance de la bulle de crédit que nous avons connue ? Clients importants de l'industrie de la gestion d'actifs, ont-ils mené toutes les diligences nécessaires pour comprendre l'ensemble des risques des produits et stratégies qui leur étaient proposés par cette dernière ainsi que pour évaluer la stabilité et l'intégrité de ces groupes financiers ? Actionnaires « professionnels » des entreprises, enfin, ont-ils exercé avec suffisamment de rigueur à la fois leurs droits de vote et dialogué efficacement avec ces dernières afin d'évaluer la résilience de leurs stratégies de long terme, la qualité de leur gouvernance,

* Membre du Directoire du Fonds de Réserve pour les Retraites.

leurs politiques de contrôle des risques opérationnels et financiers, leurs modes de rémunération, en particulier s'agissant des banques ?

Derrière ces questions, non exhaustives et qui appellent des réponses nuancées, court un fil rouge : quelle que soit leur spécificité - celle de leur passif, celle de leur statut juridique et de leurs règles prudentielles ou comptables, celle de leurs bénéficiaires et de leur gouvernance -, les investisseurs institutionnels sont coresponsables d'un monde économique et financier à la stabilité relative et à l'intégrité duquel ils ont un intérêt vital pour exercer leur métier au mieux.

LES PRINCIPES D'INVESTISSEMENT RESPONSABLE (PRI)

La crise a aussi fait ressurgir avec acuité un débat ancien sur le fondement de la « responsabilité sociale des entreprises » (RSE), contesté par certains dans son principe¹ car l'entreprise ne pourrait, en quelque sorte, « courir plusieurs lièvres à la fois », celui de la performance économique et celui de la prise en compte dans sa stratégie et sa gestion de critères extra-financiers ou, à l'inverse, d'autant plus exigé par d'autres que les conséquences sociales de la crise s'aiguisent. Un débat de même nature traverse le monde des investisseurs entre ceux dont la responsabilité fiduciaire, fixée par la loi, leur statut ou l'interprétation qui en est faite par leurs organes sociaux, ne vise qu'à l'optimisation d'une performance

financière et d'autres dont la politique d'investissement ouvre la possibilité de prendre en compte d'autres facteurs extra-financiers, de nature environnementale, sociale ou liés à la bonne gouvernance des entreprises dans lesquelles ils investissent.

Ce débat avait déjà beaucoup évolué ces dernières années avec l'apport du rapport du cabinet d'avocats Freshfields en 2005 qui avait clairement montré que sur le plan juridique, et ce même dans les pays de droit anglo-saxon, il n'y avait pas véritablement d'incompatibilité entre une responsabilité fiduciaire axée sur une mission d'optimisation financière et la prise en compte éventuelle de facteurs extra-financiers. La signature en 2006 et le développement des Principes d'Investissement Responsable de l'ONU (PRI) ont aussi contribué à faire progresser ce débat qui, parfois, prenait un contour idéologique. Une masse critique d'investisseurs internationaux² adhère maintenant à ces principes dont le préambule situe clairement la visée : « En tant qu'investisseurs institutionnels, nous avons le devoir d'agir au mieux des intérêts de long terme de nos bénéficiaires. Dans ce rôle fiduciaire, nous estimons que les questions environnementales, sociales et de gouvernance d'entreprise (ESG) peuvent influencer sur la performance des portefeuilles d'investissement (à des degrés divers selon les sociétés, les secteurs, les régions, les classes d'actifs et le moment). Nous sommes, en outre, convaincus que l'application de ces Principes pourra mettre les investisseurs mieux en phase avec les grands objectifs de la société.

Les Principes d'action qui en découlent sont les suivants :

- nous prendrons en compte les questions ESG dans les processus d'analyse et de décision en matière d'investissements ;
- nous serons des actionnaires actifs et prendrons en compte les questions ESG dans nos politiques et pratiques de placement ;
- nous demanderons aux entités, dans lesquelles nous investissons, de publier des informations appropriées sur les questions ESG ;
- nous favoriserons l'acceptation et l'application des Principes dans l'industrie des investissements ;
- nous nous efforcerons ensemble d'accroître notre efficacité dans l'application des Principes ;
- nous rendrons compte individuellement de nos activités et de nos progrès dans l'application des Principes ».

opportunités qui s'attachent aux entreprises dans lesquelles ils sont investis. C'est la conviction qu'à long terme ces critères peuvent avoir un impact sur la valorisation des entreprises et donc sur le rendement de l'investissement ajusté du risque. Cette conviction est contestée par certains analystes au vu de l'examen des performances relatives de portefeuilles dits « socialement responsables » qui ne se distinguent pas d'autres qui n'intègrent pas de critères extra-financiers. D'autres études mettent en évidence l'inverse. L'intuition et le bon sens permettent d'estimer qu'il est raisonnable de penser qu'une entreprise qui est plus attentive qu'une autre à la qualité de sa gestion des ressources humaines, de son impact sur l'environnement et dont la gouvernance est efficace a, toutes choses égales d'ailleurs, sur les autres éléments de sa stratégie économique et financière, plus de chance dans la durée d'offrir une performance boursière supérieure.

LA VARIÉTÉ DES MOTIVATIONS

Une analyse plus détaillée³ des motivations affichées par les investisseurs qui adhèrent à ces Principes fait ressortir trois grandes catégories d'explication à leur engagement :

L'optimisation du rendement

La première est liée à leur mission fondamentale, c'est-à-dire l'optimisation du rendement des fonds confiés dans les meilleures conditions de sécurité possibles. À cet égard, la prise en compte des critères ESG dans la gestion est nécessaire, afin d'appréhender de manière complète les risques et les

Les externalités

La seconde est de nature économique : le rendement à long terme des investissements ne dépend pas uniquement de l'impact de la stratégie financière et extra-financière des entreprises mais également des externalités qu'elles génèrent pour l'ensemble de leur industrie ou de l'économie. L'analyse de ces externalités, positives ou négatives, et donc de la soutenabilité environnementale et sociale des stratégies des entreprises et de leurs conséquences sur la collectivité est nécessaire. Cela est particulièrement

justifié pour un investisseur dont les ressources sont d'origine publique et qui a vocation à être investi dans la durée dans un très grand nombre d'entreprises. C'est le thème de *l'universal asset owner*.

La réputation

La troisième motivation est liée à la sensibilité particulière de certains investisseurs de par leur taille et leur visibilité vis-à-vis de leurs parties prenantes et de l'opinion, aux risques de réputation qui peuvent s'attacher à certains investissements. Certaines entreprises et quelques pays dans lesquels ils sont investis peuvent, en effet, être accusés de ne pas respecter des droits de l'homme ou des droits humains fondamentaux au travail. De ce fait, leur réputation et le consensus des parties prenantes, autour de l'institution qu'ils représentent, peuvent s'en trouver mis en cause. Identifier ces risques, dialoguer avec les entreprises pour vérifier les informations et, si elles sont avérées, utiliser son influence d'actionnaire pour qu'elles résolvent la difficulté ou modifient leur stratégie, sont devenus maintenant fréquents.

UNE TYPOLOGIE DES ACTEURS

À cette caractérisation des motivations fait écho une typologie des acteurs esquissée par Augustin Landier et Vinay B. Nair⁴. Pour être schématique, cette catégorisation n'en est pas

moins suggestive. « Elle mérite d'être reprise telle quelle :

- les investisseurs « intransigeants » 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.) ;

- à l'autre extrême du spectre de l'ISR⁵, on trouve des investisseurs « arbitrageurs » 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 » ;
- situés pour ainsi dire au milieu de ces deux extrêmes, les investisseurs « pragmatiques » 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 ».

METTRE LES GRANDS INVESTISSEURS « EN MOUVEMENT »

Pour les investisseurs, convergent ainsi deux préoccupations : celle, ancienne de politiques d'investissement « responsables », et celles, nées de la crise. Elles posent la question centrale de leur rôle au service de la promotion d'une finance plus soucieuse de ses externalités sur le reste de l'économie et de la société, c'est-à-dire plus durable, plus transparente et, somme toute, plus « frugale ».

Comme pour d'autres acteurs de la sphère financière, la question de nouvelles régulations se pose. Autant il semble peu efficace de trancher dans

une loi la question des valeurs et des outils que les investisseurs devraient retenir et utiliser pour répondre à ces questions compte tenu de leur très grande hétérogénéité, autant les mettre sous contrainte de transparence, c'est-à-dire d'expliquer régulièrement à leurs actionnaires ou bénéficiaires, s'agissant d'institutions de retraite, ce qu'ils entendent faire ou les raisons pour lesquelles ils ne font rien, serait utile pour mettre le monde de l'investissement en mouvement.

Les investisseurs et les gérants d'actifs peuvent agir dans trois directions essentielles :

- intégrer les critères environnementaux, sociaux et de bonne gouvernance dans leurs décisions et processus d'investissement. La tâche est délicate. Accorder plus de moyens à la recherche interne et externe est une des voies ;
- appuyer les efforts des entreprises et des agences de notation pour que les informations fournies sur ces critères extra-financiers soient de qualité suffisante pour permettre des décisions d'investissement prises en toute connaissance de cause ;
- développer et approfondir l'activité de vote et de dialogue actionnarial avec les entreprises.

Il y va de la rentabilité de long terme des investissements, d'une meilleure maîtrise des risques de toute nature qu'ils présentent et d'une meilleure compréhension de l'utilité à la fois économique et sociale de la finance moderne, aujourd'hui remise en cause, dans nos sociétés.

NOTES

1. Cf. par exemple, André Comte-Sponville, « *Le capitalisme est-il moral ?* », Albin Michel, réédition 2009.
2. Environ 510 signataires représentant 15 000 milliards de dollars fin 2008.
3. Christian Gollier et Jean-Louis Nakamura fournissent un point de vue circonstancié sur l'investissement socialement responsable dans les Cahiers de la Documentation Française n° 337- 2007.
4. Investing for change- Profit for responsible investment- Oxford University Press- 2008.
5. ISR : investissement socialement responsable.