

ISR: le rôle central du long terme

Un investissement est dit socialement responsable s'il optimise les choix en matière d'allocation d'actifs, non plus seulement sur la base de critères financiers, mais aussi en fonction des préoccupations sociales, environnementales et de gouvernance. Autant de critères qui ne peuvent être mesurés que dans le cadre d'une démarche d'analyse et de valorisation des éléments extra-financiers et d'actions à long terme.

Tout semble donc plaider en théorie pour une vision de long terme, mais en réalité, dans beaucoup de domaines, on constate encore une préférence accrue pour le court terme.

Plus qu'une problématique exclusivement financière, l'Investissement Socialement Responsable est un sujet de société en pleine évolution, vaste et pluriel. Vaste, il concerne pratiquement toutes les questions de société, allant des problèmes de base de l'économie jusqu'à la préservation de l'environnement, en passant par la gouvernance des entreprises et des institutions, et de manière plus générale des relations humaines... D'où la pluralité des approches adoptées, qui peuvent varier fortement selon les spécificités culturelles et les motivations des divers acteurs concernés dans les différents pays ou régions du monde.

Cet article tente de répondre à quatre questions liées aussi bien au problème du long terme, sous-jacent aux concepts d'ISR et de RSE⁽¹⁾, qu'à la contribution spécifique de l'ISR par rapport aux gestions «classiques».

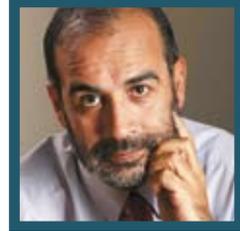
LA CRISE, UN CATALYSEUR POUR L'ISR

La première question a trait aux conséquences de la crise actuelle sur l'avenir de l'ISR, et plus particulièrement des fonds actions estampillés

ISR. La crise en cours a certainement affecté la valorisation des portefeuilles ISR investis en actions, du moins conjoncturellement, mais elle ne devrait pas avoir de conséquences spécifiques durables sur ce type de placement, pas plus que sur les actions investies de «manière classique». En relation avec ce point, il est intéressant de rappeler d'emblée le principe fondamental de l'ISR, inspiré des réflexions de Christian Gollier⁽²⁾, selon lequel un investissement est dit socialement responsable s'il optimise les choix en matière d'allocation d'actifs, non plus seulement sur la base de critères financiers, mais aussi en fonction des préoccupations sociales, environnementales et de gouvernance (triptyque ESG)... Or ces critères ne peuvent être mesurés, voire mis en œuvre, que dans le cadre d'une démarche d'analyse et de valorisation des éléments extra-financiers et d'actions à long terme. En effet, l'ISR se conçoit comme une forme d'investissement intégrant dans le processus de construction du portefeuille des contraintes de long terme (ESG) liées au concept du développement durable. De par sa nature, l'actualisation des bénéfiques ou coûts induits par l'impact, direct

ou indirect, de l'activité économique d'un émetteur sur l'environnement ou sur d'autres parties prenantes ne peut se mesurer qu'à un horizon long. Donc, le long terme est bien la clé ! Soulignons que, si la performance financière est également très importante pour l'ISR, il faudra pourtant arrêter d'avoir les yeux rivés sur le compte. Cela est valable pour tous les acteurs, et pas seulement pour les investisseurs, individuels ou institutionnels. Ainsi, ne serait-ce que par souci de prudence, il convient à cet effet d'adopter une formule normative : les parties prenantes, dont les gérants et les investisseurs, doivent progressivement devenir plus sensibles à la nécessaire prise en compte à long terme des enjeux ESG.

Selon les tenants de la gestion socialement responsable, toutes proportions gardées, la crise actuelle, loin de constituer un frein, est susceptible d'offrir des opportunités pour les gestions SR, à condition toutefois que ces dernières sachent mieux encore qu'aujourd'hui se différencier des autres formes de gestion, notamment en misant davantage sur la qualité, la durabilité et la diversification de leurs actifs en portefeuille. On s'attend aussi, à cet égard, à ce que



CARLOS PARDO,
DIRECTEUR DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES À L'AFG.

Économiste, il est depuis dix ans directeur des études économiques à l'Association française de la gestion financière (AFG), *professional fellow* de l'Institut Europlace de Finance, membre du comité d'orientation de l'Observatoire européen de l'épargne (OEE). Il intervient à l'Université de Toulouse et au CNAM.



THOMAS VALLI,
ÉCONOMISTE-STATISTICIEN. Spécialiste de la gestion, il est en charge des études et des statistiques de l'AFG depuis six ans.

Ces deux auteurs sont rapporteurs de la commission ISR de l'AFG.

l'ISR sorte quelque peu du sentier des grandes capitalisations boursières, pour se porter davantage sur les petites et moyennes capitalisations, c'est-à-dire qu'il parie en partie sur les entreprises d'avenir.

Si aujourd'hui tout semble plaider en théorie pour une vision de long terme (en raison notamment des besoins criants en matière de finan-

ISR	LE RÔLE CENTRAL DU LONG TERME	
AUTEURS	CARLOS PARDO	THOMAS VALLI

► cements longs des retraites, de la santé, de la dépendance... sans oublier les problèmes liés aux infrastructures, à la protection de l'environnement...), nous constatons en réalité dans beaucoup de domaines, une préférence accrue pour le court terme (cf. normes comptables IFRS et valorisation marked to market pour des actifs longs comme ceux des sociétés d'assurance et des fonds de pension... nouvelles normes de solvabilité en gestation dans Solvency 2). Le défi à relever par les tenants de l'ISR est donc de taille !

ISR ET RETRAITES, UN HORIZON COMMUN

La deuxième interrogation concerne les liens entre la question de l'épargne retraite par capitalisation et de la réforme des retraites en général et l'ISR auquel on fait de plus en plus référence. Et pour cause : l'épargne retraite et l'ISR partagent en principe l'horizon commun du long terme. Dans les deux cas, le lien s'exprime par l'existence de phénomènes intergénérationnels. Si la finalité première de toute forme de retraite est d'apporter un complément de revenus pour les « vieux jours » des individus, l'utilité sociale des investissements qui leur correspondent ne peut pas être négligée. Cette utilité se doit de tenir compte de la durabilité des investissements sous-jacents, d'où l'intérêt d'une démarche socialement responsable. Il s'agit en somme de créer un système qui mutualise non seulement les risques d'aujourd'hui, mais aussi les bénéfices de demain pour les générations futures. Il existe à cet égard une demande croissante de placements ISR de la part des

parties prenantes concernées par les enjeux de la retraite : syndicats, investisseurs institutionnels, entreprises...

INFLUENCER LA GOUVERNANCE

Une troisième question concerne la « capacité » de l'ISR à améliorer la gouvernance des entreprises, en particulier celle des entreprises multinationales. La réponse semble être positive, à condition toutefois que le buy-side (*i. e.* les sociétés de gestion, ainsi que leurs clients, les investisseurs institutionnels), veuille et sache se constituer progressivement en contre-pouvoir face aux émetteurs (le sell-side)⁽¹⁾. Dans ce cas, l'ISR a de fortes chances de pouvoir influencer le comportement des entreprises. Mais, comme il s'agit d'un mouvement de civilisation, il faut être très patient et persévérant, car ce processus risque d'être long. Pour les investisseurs, ce mouvement s'exprime aujourd'hui principalement par la recherche de modalités visant à assurer et à développer l'exercice des droits des actionnaires. De manière plus spécifique, pour les gérants pratiquant l'ISR, il se traduit par l'application, en matière de sélection et d'allocation d'actions, des approches *best in class* (qui consistent à surpondérer dans le portefeuille les meilleures valeurs, sans pour autant exclure systématiquement « les moins bonnes » ou les « pires » de la classe) et *best effort* (c'est-à-dire reconnaissance des efforts progressifs réalisés par des entreprises dont la gouvernance a – aurait – tendance à s'améliorer). Un dialogue encore plus actif, et

Si l'ISR apparaît comme un phénomène de niche, on peut s'attendre à une « irradiation positive » vers toutes les gammes de produits d'une partie, ou de la totalité, des résultats de l'analyse extra-financière et des démarches d'engagement résultant du dialogue entre investisseurs et émetteurs.

pourquoi pas plus « engagé », des investisseurs avec les émetteurs devrait favoriser l'amélioration de la gouvernance des entreprises.

VERS UNE « ISR-ISATION » DES GESTIONS CLASSIQUES

La quatrième question a trait à l'avenir de l'ISR en tant que marché de niche, et à ses perspectives de développement. Nous considérons que l'ISR est plus qu'un marché ; c'est une culture, une philosophie. Ainsi, si l'ISR participe aujourd'hui à la diversification de l'offre des gestions, et apparaît à ce titre comme un phénomène de niche, on peut s'attendre à une sorte d'« irradiation positive » à terme, d'une ISR-isation, des gestions « classiques » par l'ISR, c'est-à-dire à la généralisation/intégration progressive à toutes les gammes de produits d'une partie, ou de la totalité, des résultats de l'analyse extra-financière et des démarches d'engagement résultant du dialogue entre investisseurs et émetteurs. La généralisation de ces pratiques devrait par ailleurs rendre viable à terme le modèle économique sous-jacent à l'ISR.

Last but not least, l'ISR a de beaux jours devant lui, mais encore plus de travail, d'expérimentation et de recherches pluridisciplinaires sont nécessaires. C'est la raison pour laquelle, entre autres initiatives, l'AFG – avec à ses côtés une douzaine de sociétés de gestion et des acteurs tels que le Fonds de réserve pour les retraites (FRR), Euronext Paris SA, la Caisse des dépôts, la Fondation IEF... – a voulu apporter sa petite pierre à l'édifice en participant activement, en 2007, à la création de la chaire de recherche Finance durable et investissement responsable avec des chercheurs de l'université de Toulouse et de l'École polytechnique⁽⁴⁾. ■

(1) RSE : responsabilité sociale ou sociale des entreprises. ESG : environnement, social, gouvernance. SR : socialement responsable.

(2) Christian Gollier, professeur d'économie à l'université de Toulouse, est l'un des deux codirecteurs de la chaire Finance durable et investissement responsable.

(3) Cf. article de Pierre Bollon, « Renforcer le buy side pour équilibrer les marchés financiers », REF/Risques n°73-74, juin 2008.

(4) www.enseignement.polytechnique.fr/economie/chairefdir/recherche_gt2.php.