



# L'ENVIRONNEMENT ET LA BOURSE

JEAN MATOUK \*

Quels sont les liens entre la Bourse, entendue au sens de « marché financier des actions », et l'environnement ? Ce dernier terme sera pris en son sens nouveau et restreint : état de la niche écologique où s'exerce l'activité humaine. Sont donc inclus sous ce terme les conditions climatiques, mais aussi la destinée des effluents anthropiques de toutes sortes, et les états, quantitatifs et qualitatifs, de l'air et de l'eau qui en résultent.

Les cours des actions d'un grand nombre de sociétés dépendent évidemment du climat. Citons d'abord, comme exemples les plus immédiats, l'habillement et les boissons. La température et la pluviométrie au printemps (mai) et à l'automne (octobre-novembre) sont des déterminants puissants des ventes des collections dites « printemps-été » et « automne-hiver » lesquelles ont été préparées un an à l'avance et présentées durant la « saison » précédente, ce qui rend évidemment plus périlleuse la « réalisation de la valeur » dans ces secteurs que dans d'autres. Quand aux boissons, plus particulièrement mais pas seulement non alcooliques, le lien de leurs ventes à la température est un fait tout aussi connu et depuis longtemps. Les résultats des entreprises de ces deux secteurs sont donc liées, plus ou moins sensiblement, aux conditions climatiques et, par conséquent, leurs cours en dépendent.

Cependant les entreprises du secteur « boisson » cotées en Bourse sont en général de très grandes entreprises, comme « Coca Cola », « Pernod Ricard », aujourd'hui presque toujours mondiales, et l'aléa climatique est donc « amorti » sur la multiplicité des territoires d'activité. En ce qui concerne l'habillement, on peut imaginer que Damart, au premier marché, Naf-Naf ou Devernois au second marché, voient leurs cours influencés par la pluviométrie et les températures si celles-ci marquent des inflexions suffisamment durables ; une étude statistique très fine sur ce sujet pourrait d'ailleurs être intéressante pour les professionnels, mais tel n'est pas l'objet de la présente étude. Quant aux entreprises les plus prestigieuses, les LVMH et autres PPR, le niveau

\* Professeur d'Université honoraire.  
Assistants bourse et informatique : Cyrille Jarnias, Ali Meddeb.



qualitatif de leurs produits comme leur poly-activité, met leurs cours à l'abri de l'environnement.

L'activité du bâtiment et des travaux publics est liée elle aussi au climat. La pluie notamment et, dans les régions les plus froides, la neige, arrêtent les travaux encore que ce lien soit un peu distendu aujourd'hui, par la mécanisation et, pour le bâtiment, par la pré-industrialisation. De toutes façons, là encore, la taille et l'aire de marché de celles des entreprises de ce secteur, qui sont rares, comme Bouygues sur le marché parisien, Dragados sur le marché espagnol, deviennent telles que l'impact climatique sur les cours doit être négligeable. Il en va de même des entreprises de tourisme. D'Accor au Club Med à Paris, Preussag, devenu TUI, à Franckfort, comme les croisiéristes, tous répartissent suffisamment leur activité sur le monde, pour qu'un été pluvieux ici, soit aisément « contournable » par d'autres destinations.

Nous allons donc centrer notre attention sur deux autres types d'entreprises qui présentent avec l'environnement, tel que défini plus haut, un lien sensiblement différent. La dégradation constatée de l'environnement a suscité la création d'entreprises spécialisées dans la sauvegarde ou la remise en état de cet environnement. De la collecte et du traitement des déchets au traitement des eaux, il existe aujourd'hui un certain nombre d'entreprises dont l'activité est liée à l'environnement, non pas comme conséquence de ses variations, mais bien à travers le souci de préserver cet environnement. Un certain nombre de ces entreprises sont cotées en Bourse. Elles feront l'objet de la première partie. Les compagnies d'assurances sont par ailleurs directement concernées par les catastrophes climatiques. Se pose à leur propos une question décisive : est-on vraiment au début d'un changement de climat (et que signifie le mot « changement ») ou vivons nous un aléa climatique long ? Quel est l'effet réel sur le climat des effluents anthropiques ? De ces questions dépend évidemment la situation financière, au moins à brève échéance, des compagnies d'assurance et donc leurs performances boursières. Ce sera l'objet de la deuxième partie.

Enfin nous nous interrogerons, dans une approche toute différente, sur les « fonds éthiques » qui, en Bourse, prétendent privilégier les entreprises, lesquels, entre autres choix « moraux » sont attentives à l'impact de leur activité sur l'environnement.

### *LES ENTREPRISES, COTÉES EN BOURSE, INTERVENANT SUR L'ENVIRONNEMENT*

Sur le marché financier français, nous en distinguerons huit. Trois sont fort connues et cotées sur le premier marché : Suez (ayant résulté de la fusion de la compagnie Financière de Suez avec la Lyonnaise des

eaux), Vivendi environnement (issue de l'ex-Compagnie générale des eaux) et Bouygues par sa filiale, la Saur. Vivendi environnement intervient à la fois dans l'eau (Vivendi Water), et dans le traitement des déchets (Onyx), opérant par ailleurs dans le transport public (Connex) et dans la production d'énergie (Dolkia), toutes ces sociétés étant détenues à 100 %.

Suez intervient dans l'eau par Ondeo (qui regroupe l'ancienne Lyonnaise des eaux, Degrémont et des filiales étrangères comme Lydec au Maroc) ; elle intervient aussi dans l'enlèvement des ordures ménagères avec Sita et vient d'ailleurs d'annoncer une fusion entre Ondeo et Sita à l'image de Vivendi environnement ; elle intervient enfin dans l'énergie avec Tractebel, qui est son principal centre de profit et dans la communication.

**Tableau n° 1**  
**Classement mondial des principaux distributeurs d'eau**

| Sociétés                  | Nombre de clients connectés (millions) |
|---------------------------|--|
| Ondeo                     | 115                                    |
| Vivendi water             | 85                                     |
| RWE                       | 40 (avec Am Wat works et Thames Water) |
| Saur                      | 28                                     |
| IWL-UU (États-Unis)       | 18                                     |
| Seven Trent (Royaume-Uni) | 15                                     |

Deux autres sont cotées sur le second marché : Séché est présente dans le traitement et la stabilisation des déchets industriels banals et spéciaux ainsi que des ordures ménagères ; Tredi opère essentiellement sur le créneau de la valorisation des déchets industriels spéciaux.

Une autre société est cotée sur le nouveau marché ; c'est Gaudriot qui est une société de services et conseils en environnement.

Quatre autres sociétés enfin sont cotées sur le marché libre :

- C2D (Développement durable), opère également dans les études et conseils ;
- Groupe Dupuy récupère et recycle les métaux ferreux (fer et acier) et non ferreux (aluminium, plomb, cuivre) ;
- General Industries récupère les plastiques usagés industriels et agricoles, les traite et les revend à des fabricants de matières plastiques de 25 % à 40 % moins cher qu'un produit de premier choix ; cette société détient 14,88 % de Sita, la filiale de déchets du groupe Suez ;
- Hiolle Industries fabrique du matériel de recyclage et traite les déchets mais ceci ne représente que 30 % de son activité.

En comparant l'évolution de l'indice CAC 40 à partir de chacune des dates d'introduction (jusqu'au 17 mai 2002, date d'arrêt pour la pré-

sente étude), on voit que la tendance générale est plutôt à la fois à une plus value par rapport au cours d'introduction et à un large dépassement du CAC 40. Dans l'ensemble, pour les sociétés de ce secteur, la baisse « mimétique » consécutive au 11 septembre est aujourd'hui presque entièrement ou même totalement (Tredi, Gaudriot) compensée. Hiolle industries est, pour sa part, en croissance continue depuis un an. Une mauvaise gestion du recentrage de la société est à l'origine de la mauvaise performance de General Industries, qui a baissé beaucoup plus que le CAC 40, mais dont le cours devrait se redresser. Même constat pour C2D pénalisée par des retards de règlements de cent stations d'épuration en Irak.

Cette bonne tenue assez générale des cours de ces sociétés traduit évidemment l'évolution très favorable de leurs divers marchés, laquelle traduit à son tour l'importance prise par le souci environnemental.

Tableau n° 2

## Caractéristiques des sociétés

(CA et bénéfices en millions d'euros ; BNPA et cours en euros)

| Sociétés    | CA 2001 | Bénéfice net<br>2001 | Bén/action<br>2001 | PER  | Cours<br>Au 17/5 | Date<br>d'introd. | Cours<br>d'introd. |
|-------------|---------|----------------------|--------------------|------|------------------|-------------------|--------------------|
| CAC 40*     |         |                      |                    |      | 4442             | 30/07/97*         | 3069 *             |
|             |         |                      |                    |      |                  | 27/11/97          | 2829               |
|             |         |                      |                    |      |                  | 7/12/99           | 5534               |
|             |         |                      |                    |      |                  | 9/06/00           | 6549               |
|             |         |                      |                    |      |                  | 10/07/00          | 6487               |
|             |         |                      |                    |      |                  | 12/07/00          | 6536               |
|             |         |                      |                    |      |                  | 13/09/00          | 6754               |
| Viv. Envir. |         |                      |                    |      | 37               | 10/07/00          | 34                 |
| Séché Env   | 107,5   | 13,8                 | 2,48               | 32,1 | 72,3             | 27/11/97          | 28                 |
| Tredi Env   | 171,3   | 4,2                  | 0,71               | 55,8 | 42,25            | 12/07/00          | 20                 |
| Gaudriot    | 44,6    | 2,9                  | 1,58               | 25,2 | 43,98            | 9/06/00           | 20                 |
| C2D         | 15      | 2                    | 1,54               | 6    | 3                | 7/12/99           | 3,5                |
| Gr.Dupuy    | 19,8    | 1,68                 | 0,62               | 4,3  | 3,45             |                   |                    |
| Gen Indus   | 15,2    | Pertes               | Pertes             | N.S  | 4                | 30/07/97          | 8,33               |
| Hiolle Ind  | 31,7    | 1,5                  | 2,29               | 12   | 32               | 13/9/00           | 14,5               |

\*L'indice CAC 40 est donné à titre de comparaison ; on a donc donné sa valeur à chaque date d'introduction d'une des sociétés et au 17/05.

Cette pression à la hausse ne devrait pas se réduire, ne serait-ce que du fait de la transposition en droit français des directives européennes relatives au traitement des déchets, à leur recyclage ou encore de la directive cadre sur l'eau. Toutes ces réglementations favorisent évidemment l'activité des spécialistes du traitement et de la valorisation, comme



ceux des équipements de traitement, et en amont, les cabinets d'études et de conseil. Pour utiliser les termes des « analystes » de marché on peut donc être à l'achat sur ce type de valeurs avec la prudence usuelle sur les gestions individuelles des firmes. Elles devraient poursuivre leurs hausses relatives pendant quelques années.

En ce qui concerne l'eau, Vivendi environnement et Suez par Ondeo sont les deux premiers mondiaux. Vivendi est notamment premier aux États-Unis, le second étant depuis peu General Electric qui a racheté en mars 2002, Betz Dearborn. Ces deux sociétés ne cessent pas d'élargir leur aire de marché et de la densifier. À l'étranger, le géant allemand de l'électricité RWE, est aussi numéro un outre Rhin dans le traitement des eaux, avec un fort potentiel de croissance puisque l'on y dénombre 16 000 sociétés différentes. Il s'est approprié Gelsenwasser, filiale du groupe d'énergie EON. D'autre part American Water works, après Thomas Water en Grande-Bretagne, devient le numéro trois mondial. Il est associé à Vivendi dans Berliner wasser Holding. RWE est aussi numéro un allemand du traitement des déchets.

Il n'est pas inintéressant de noter les évolutions divergentes dans la communication des deux sociétés françaises de l'eau. Vivendi (ex-Générale des eaux) a explicitement choisi d'en faire un pôle privilégié de développement, avec deux points d'orgue : la création de CEGETEL-SFR, pour la communication téléphonique, et l'achat d'Universal (formant Vivendi Universal - VU) pour entrer à la fois dans la distribution et le contenu de l'audiovisuel, pariant, en sus, sur une interconnexion de ces deux activités de communication, et, plus loin sur une fusion globale avec Internet (d'où la création du portail « Vivazzi »). La réduction de la part de VU dans Vivendi environnement à 40 % (à partir de 63 %) confirme bien ce choix. Suez au contraire maintient cette activité de communication dans un rôle tout à fait second, équilibrant ses pôles eau, et énergie, ce dernier n'ayant, par contre chez Vivendi, qu'une portion très congrue. Même si les analystes financiers exercent souvent une pression en faveur de la mono-activité, il semble que l'assise triple de Suez soit, à long terme, une position plus solide que celle de Vivendi, qui n'a d'ailleurs réduit sa part dans Vivendi environnement, sous la pression de l'actionnariat, que pour accélérer son désendettement. De plus son échec avec Vivazzi semble prouver qu'à tout le moins son anticipation de la fusion globale des « réseaux » et de la production était trop prématurée et/ou que son groupe n'avait pas le *cash flow* nécessaire à une telle anticipation.

La réunion des activités de production/traitement des eaux, production d'énergie et traitement des déchets, dans les plus grandes sociétés (Vivendi, Suez, RWE) dans des proportions variables, tient à plusieurs facteurs « techniques ». La production d'électricité et d'eau relèvent,



avec d'ailleurs les transports publics, du même genre d'activité : les *public utilities* ; leur logique économique commune (qui est d'ailleurs aussi celle de la téléphonie) est celle de l'économie de réseau : lourds investissements fixes, élasticité de la rentabilité très élevée ensuite (nette des frais de captation) au nombre de clients. La collecte et le traitement des déchets conduisent souvent, pour partie au moins, à la production d'énergie à partir de ceux-ci. La qualité de l'eau des nappes phréatiques dépend d'ailleurs directement de toutes les mesures prises pour limiter et traiter les effluents liquides ou gazeux des diverses productions, notamment agricoles.

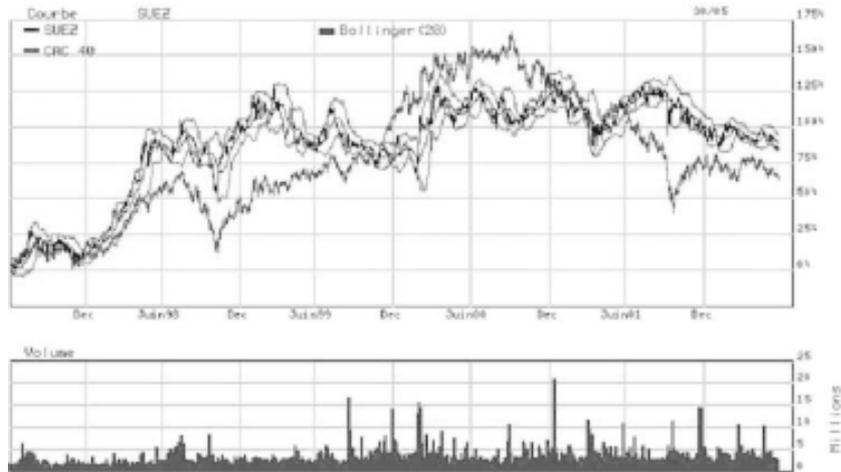
Quand à la quantité de l'eau, elle dépend à la fois du climat et des investissements à réaliser dans les nombreux pays qui en manquent. La planète serait, en effet, selon toutes les études, menacée de pénurie d'eau. Celle-ci serait à l'origine du « choc pétrolier » du XXI<sup>ème</sup> siècle. Elle est, en tous cas, au centre de toute solution durable au Proche-Orient. C'est dire que l'eau constitue pour les sociétés précitées, un marché au moins aussi important que celui du traitement des effluents. On estime le chiffre d'affaire potentiel mondial du traitement des eaux à 100 Md\$. Aux États-Unis les investissements nécessaires en eau seraient de 250 Md\$.

On constate, en tous cas, que les sociétés engagées dans l'eau semblent refléter, dans leur comportement boursier, ce haut potentiel d'activité. Nous avons noté plus haut le comportement du cours de Vivendi environnement meilleur que celui du CAC depuis son introduction en juillet 2000. En ce qui concerne Suez, son cours a surperformé par rapport au CAC 40, jusqu'en juin 1999 ; puis elle n'a pas suivi l'indice dans sa bulle, emporté qu'il était par les telecoms, mais elle a ensuite une trajectoire presque horizontale, peu affectée par le 11 septembre et surperformante par rapport au CAC. Il faut évidemment toujours corriger de telles analyses de la capacité de gestion différentielle de chaque équipe de management. Mais l'évolution va, en tous cas, dans le bon sens.

On notera aussi que les bandes de Bollinger, tracées à deux écarts-type (calculés sur 20 jours) de la moyenne mobile 20 jours, et qui permettent d'approcher la volatilité, semblent indiquer une volatilité assez faible qui, contrairement à ce qu'on verra plus loin pour les compagnies d'assurance, n'a pas augmenté, mais s'est même réduite depuis 1999, ce qui traduirait simplement la confiance de l'actionnariat dans la stratégie générale après plusieurs années de restructuration de l'entreprise depuis janvier 2001.



**Graphique n° 1**  
**Suez et CAC 40**



**Graphique n° 2**  
**L'action RWE et le DAX**



L'action RWE, de son côté, n'a pas suivi le DAX dans sa bulle de 2000. Par contre son cours a commencé d'augmenter alors que le DAX amorçait sa chute de 2000, et il n'a pas cessé d'augmenter jusqu'en octobre 2001. Plutôt moins affecté par les événements du 11 septembre, il est resté stable depuis lors. L'évolution récente du cours du pétrole a été plutôt un frein pour cette entreprise durant les derniers mois 2001 et premiers 2002, parce qu'elle est plus fortement engagée dans l'énergie



que les autres entreprises étudiées ici. Mais son engagement dans l'eau explique sûrement une part de sa bonne tenue.

Par contre le cours de Seven Trent, britannique et cinquième mondial, coté au London stock exchange, sous-performe assez durablement par rapport au Financial Time index. Ses ambitions limitées au Royaume-Uni sont sans doute la cause de cette évolution.

### *LES COMPAGNIES D'ASSURANCE, LES CATASTROPHES CLIMATIQUES ET LA BOURSE*

Le problème du changement climatique et des « catastrophes » qu'il entraînera éventuellement, est une question essentielle pour les compagnies d'assurance et de réassurance, donc, bien entendu de leurs cours de Bourse.

Pour les uns, largement majoritaires, les émissions anthropiques des gaz à effet de serre sont en train de modifier définitivement le climat de notre planète. Les hausses très fortes de la pluviométrie, conduisant à des inondations catastrophiques dans les régions tempérées des deux hémisphères, comme l'apparition de véritables ouragans dans nos régions, mais aussi l'augmentation de la sécheresse dans certains zones, les aléas de *El nino* et de son écho, la *Nina*, sont dus, selon la majorité des experts, à cette atteinte anthropique à notre atmosphère.

Cependant d'autres voix s'élèvent, minoritaires, certes, mais auxquelles la Maison Blanche feint de croire ou croit réellement, qui refusent cette vision pessimiste et considèrent que les changements constatés dans le climat ne sont pas nécessairement liés à ces effluents, et peuvent très bien être analysés comme des phénomènes « normaux »<sup>1</sup> dans une vision du climat à très long terme<sup>2</sup>.

Le problème a une expression statistique. La pluviométrie, comme la fréquence ou la force des ouragans, ont été longtemps traités statistiquement, à l'instar de nombreux autres événements, des tâches solaires aux crues du Nil, par la loi « normale », celle de Gauss. Plus exactement, tirant divers échantillons des séries de chiffres correspondantes, et plaquant cette loi « de force » sur ces séries, on a calculé et utilisé des moyennes et des variances, considérées comme de bons estimateurs de « vraies » espérances mathématiques et variances réelles. Les chiffres extrêmes étaient considérés comme faisant partie des 0,2 % extérieurs à l'intervalle symétrique de deux écarts-type autour de la moyenne.

Depuis une vingtaine d'année, cette « normalité » des séries « naturelles » - comme d'ailleurs des cours boursiers - a été contestée, et l'on a pu démontrer que ces phénomènes étaient mieux représentés par une famille de lois, dites L-stables (le L rappelant le statisticien Levy qui les a mises en évidence) dont la loi normale n'est qu'un cas particulier, et



qui peuvent fort bien n'avoir ni moyenne ni variance<sup>3</sup>. Elles correspondent beaucoup mieux aux courbes dites « leptokurtiques », représentant les densités de probabilité réelles, qui sont à la fois, plus « pointues » que la courbe représentative de la loi normale, et donc les « queues » de distribution sont beaucoup plus élevées. Elles intègrent en effet beaucoup mieux les points extrêmes que l'on a relevé sur des séries longues.

Cette prise en compte des extrêmes est d'autant plus importante pour les compagnies d'assurances que le chiffre pertinent pour elles est celui des dommages causés, le numérateur du fameux rapport S/P, sinistre à primes. Or les dommages économiques amplifient fortement le caractère hyperbolique des extrêmes. Comme l'explique fort bien Daniel Zajdenweber<sup>4</sup>, le montant du sinistre est sans commune mesure quand la tornade se déploie dans une zone désertique et quand elle se déploie sur ou dans une ville. Il croît donc avec la population et le développement économique. Ainsi en 1965, lors de l'Ouragan Betsy en Floride l'indice S/P avait atteint un record considéré comme historique de 19,17 %. Aujourd'hui, après correction de la croissance de la population et du nombre des assurés, il serait de 48,56 %.

L'établissement de telles séries corrigées est évidemment essentielle pour les compagnies d'assurance. Celles-ci ont notamment inventé les *catbonds*<sup>5</sup>, obligations dont, en contrepartie d'un taux d'intérêt plus élevé, le remboursement du capital dépend de l'occurrence de catastrophes naturelles. En général, le prêteur perd une bonne partie de son capital quand l'indice est compris entre 20 et 30 % et tout son capital au delà de 30 %. L'émetteur et le souscripteur doivent évidemment connaître ces indices corrigés. Si l'ouragan Andrews de 1992, avait frappé le centre de Miami, au lieu de frôler la ville, les dommages auraient été de 100 Md\$ au lieu de 33, l'indice S/P serait monté à 120 au lieu de 40 %.

En corrigeant, sur le passé récent, l'indice S/P de l'effet « croissance », on constate que l'indice ne présente aucune tendance croissante ou décroissante, ni aucun cycle, ce qui montrerait que les craintes de la population et des assureurs sur l'aggravation des catastrophes ne sont pas justifiées. Nous resterions dans les mêmes lois L-stables pour chaque type de phénomène. Il n'y aurait donc pas (ou pas encore) d'impact sur le climat, et sur les catastrophes naturelles qui en découlent, des émissions anthropiques de gaz à effet de serre. Nous serions donc simplement dans les extrêmes des distributions L-stables usuelles.

Mais l'autre hypothèse reste aussi plausible. Le changement climatique pourrait être bien engagé, mais ses effets masqués par la marge d'erreur des calculs. En termes statistiques, les nouveaux paramètres des lois L-stables qui caractériseraient le « nouveau climat » et l'occurrence des diverses catastrophes naturelles ne seront pas connus avant un long délai. Durant ce temps, le calcul des nouvelles primes et/ou des interven-



tions de la puissance publique restera très incertain. En matière de primes, les assureurs pourraient d'ailleurs « tirer trop long » ou courir en permanence après les dommages.

L'incertitude sur cet « effet catastrophe naturelle », s'ajoutant à la crainte des attentats, il est probable que nous allons entrer dans une zone de doute des analystes sur les comptes des sociétés d'assurances. Incertitude et doute sont les deux facteurs qui rendent ce que l'on peut appeler « l'information exogène » incompréhensible ou inaudible par les opérateurs boursiers, ne leur laissant que l'information endogène que livre le cours. Il devrait en résulter une augmentation assez forte de la volatilité, voire d'importantes « bulles » suivies de « krachs », selon la théorie exposée par André Orléan dans son article sur les « Bulles mimétiques rationnelles »<sup>6</sup>.

Lorsque l'on confronte cette analyse qualitative aux cours boursiers, en examinant d'abord comparativement le cours de AGF-Allianz sur Euronext et le CAC (graphique n° 3), on constate qu'après avoir sous-performé par rapport à l'indice, l'action AGF, tout en ayant suivi la chute relative aux événements du 11 septembre tend à sur-performer par rapport à l'indice. Il en va exactement de même de l'action Allianz à Frankfurt comparée au DAX (graphique n° 5). Par contre l'action AXA (graphique n° 4), après avoir fort bien suivi l'indice, mais avoir connu une chute plus forte que lui lors des événements du 11 septembre, sous-performe par rapport à lui depuis lors. Cette sous performance peut être expliquée spécifiquement par des incertitudes de management et de gestion, peut-être une sensibilité plus forte au risque d'attentat. Est-ce une anticipation spécifique à AXA au risque « catastrophes naturelles climatiques » ? Il serait vraiment hasardeux de l'écrire.

Au vu des deux autres graphiques, il serait plus plausible de considérer qu'on ne constate pas - ou pas encore - de sous performance des compagnies d'assurances qui serait due aux craintes relatives aux catastrophes naturelles liées à l'environnement, d'autant que la crainte d'attentats coûteux est aussi entrée en jeu depuis le 11 septembre. Il est vrai que les assureurs ont fortement augmenté leurs primes en 2002, ce qui pourrait expliquer la bonne tenue relative de leurs cours. Il y a un doute dans le public, non pas sur un éventuel changement climatique, mais plutôt sur les conséquences d'un tel changement en termes de catastrophes naturelles diverses et en termes de dommages. Il est probable qu'en cas de nouvelle occurrence de catastrophes climatiques, notamment dans les régions tempérées, le public réagira plus vite et plus amplement. Le cours des actions des sociétés d'assurance, pourrait alors connaître un mouvement fort à la baisse tant que les conséquences financières exactes de cette nouvelle phase climatique ne seront pas correctement anticipées donc compensées au niveau des primes et/ou des prises en charges par la collectivité.



Les bandes de Bollinger semblent indiquer une forte volatilité pour les deux compagnies françaises, en hausse depuis 1998, alors que la volatilité de l'action Allianz n'augmente qu'à partir du début de 2001. On aurait même pour cette dernière ce que les analystes graphiques dénomment une « zone de congestion » durant les deux années 1999 et 2000, « lançant » la hausse postérieure, celle-ci s'effectuant dans une plus grande volatilité.

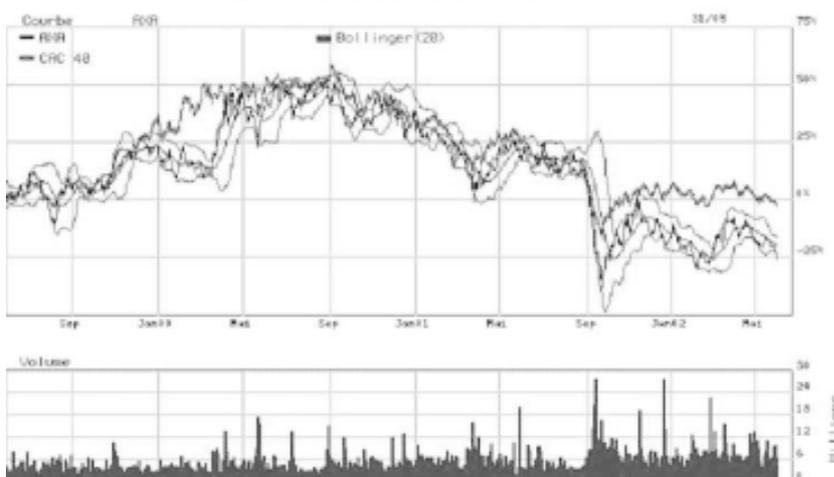
Ces hausses de volatilité traduisent-elles l'augmentation évoquée ci-dessus de l'incertitude relative à la combinaison d'un « effet catastrophes naturelles » et d'un « effet attentat » ? Il est bien difficile de le dire.

**Graphique n° 3**  
**L'action AGF à Paris et le CAC**



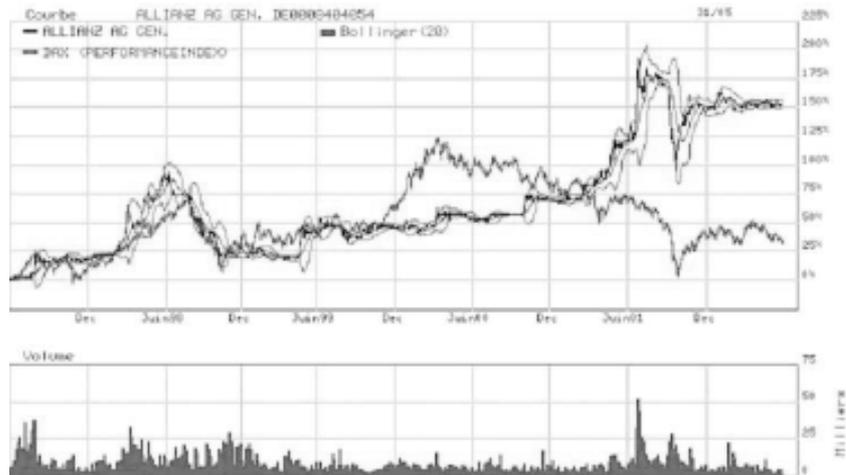
17

**Graphique n° 4**  
**L'action AXA à Paris et le CAC**





### Graphique n° 5 L'action Allianz à Franckfort et le DAX



#### *LES ACTIONNAIRES ET FONDS ÉTHIQUES*

18

L'éthique n'a jamais été complètement absente des comportements économiques. Elle est présente, à l'origine, dans tous les interdits ou prescriptions de consommation. Dans un autre sens, de nombreux patrons propriétaires de leurs entreprises, notamment dans les mines, ont affiché le souci, depuis le XIX<sup>ème</sup> siècle d'améliorer, directement ou indirectement, le sort des salariés par des prestations compensatoires. Michelin en est l'exemple moderne. On a souvent brocardé ou critiqué de tels comportements baptisés « paternalistes » par les penseurs socialistes, parce que ces comportements avaient pour résultat d'affaiblir l'ardeur à la lutte des classes. Cette condamnation, venue de gauche, a convergé avec la brutalité des exigences de l'actionnaire anonyme de la société du même nom, pour éliminer plus ou moins totalement l'éthique des rapports économiques entre l'entreprises et ses salariés.

C'est cependant par l'actionariat qu'elle y revient depuis quelques années. Les premières, des congrégations religieuses ont eu le souci de choisir les placements boursiers de leurs capitaux, en fonction du comportement des entreprises dans le domaine social. Puis, spontanément, se sont créés et multipliés, du fait de la demande de ces congrégations et d'autres entités collectives, comme certains fonds de pension anglo-saxons ou des syndicats, des « instruments » qui satisfassent leur souci éthique. Ces fonds ont peu à peu fait pénétrer le souci éthique dans l'actionariat en général, de sorte qu'aujourd'hui, un nombre non négligeable d'actionnaires individuels, adoptent un souci éthique dans leurs choix de portefeuille.



Aujourd'hui, on dénombre ainsi environ 45 fonds éthiques en France, gérés par des organismes très divers (sociétés de Bourse, banques, compagnies d'assurance). Au départ, ce souci éthique s'est orienté dans deux directions privilégiées : le social et l'environnemental. Le « motif » social a été décliné lui-même en plusieurs critères : comportement de l'entreprise en matière d'emploi, qualité des relations sociales, puis, de plus en plus avec la mondialisation, comportement à l'étranger, dans les délocalisations de l'entreprise ou l'usage de la sous-traitance dans les pays en développement, notamment en ce qui concerne le travail des enfants.

Puis un souci de rationalisation et de sécurisation a conduit à l'apparition d'organismes de notation, qui, telle l'Arese<sup>7</sup>, en France, « note » le comportement éthique des sociétés<sup>8</sup>. L'Arese retient cinq axes : relations avec les actionnaires, relations avec la société civile, notamment pour les pratiques de « sponsoring » et de mécénat, « ressources humaines », c'est-à-dire relations avec les salariés, relations avec les clients enfin comportement environnemental. Les notes vont de -- à ++. Les gestionnaires de « fonds éthiques » retiennent une ou plusieurs de ces notes dans leurs choix. Ils s'efforcent, conformément aux règles de gestion des divers fonds, de ne pas retenir les entreprises auxquelles des notes négatives ont été attribuées dans ceux de ces cinq domaines privilégiés par la notice d'offre du fonds. Alternativement ils choisissent les entreprises qui ont obtenu une note moyenne positive ou neutre sur les cinq critères. Bien entendu la « note » sociale et environnementale intervient comme critère complémentaire, et non unique, du choix du secteur, de la zone géographique et du choix du titre.

Les valeurs de parts de ces divers fonds vont de 4 € (Pioneer Global environnement de Pioneer Investment Ltd) à 14 € (Étoile Partenaires du Crédit du nord). La tranche modale de valeur de la part de ces fonds est de 60-100 €.

Les performances des 45 fonds évoqués plus haut, sur l'année 2001, se comparent à l'évolution du CAC 40 ; dans leur ensemble ils n'ont pas sous-performé : la baisse modale est de 25 %-30 %. La meilleure performance semble avoir été celle de « Faim et développement 2003 », avec une évolution positive de 7 % ; la pire celle des fonds UFF Cap croissance de l'UFF avec une baisse de 40 %.

Certains de ces fonds affichent - au moins dans leur dénomination - un choix privilégié en faveur de l'environnement, ce qui signifie qu'ils sur-pondèrent ce critère sans renoncer à tenir compte de l'un ou l'autre des quatre autres. Il en va ainsi de :

- Azur développement durable géré par Azur-GMF ;
- Corduis alloc. sustain world, Corduis alloc. sustain Europe et Stimulus investment accent earth, gérés par Corduis asset management ;

- CS EF GI Sustainability du Crédit suisse au Luxembourg ;
- France expansion durable de Expertise AM ;
- Horizon croissance durable de la Banque Rotschild ;
- MACIF croissance durable de MACIF gestion ;
- et les deux fonds Pioneer précités.

Aux États-Unis, la société éditrice du Dow Jones a créé « le Dow Jones sustainable index », qui sélectionne depuis 1999, les entreprises mondiales « plus propres » et « plus sociales ». Il est surtout utilisé par les banques et institutions financières qui s'en servent pour proposer ensuite des produits de placement éthique à leurs clients analogues aux produits français précités. Les banques d'Europe du Nord sont les plus engagées, et beaucoup d'analystes pensent que le critère « éthique » va jouer un rôle de plus en plus grand dans les choix de portefeuille. On peut imaginer une rénovation de la théorie du portefeuille utilisant la « note » éthique comme autre critère de choix à côté de l'espérance de rendement et de la variance. On aurait alors une optimisation à trois variables : le rendement espéré, le risque estimé par la variance et la note environnementale, les opérateurs pouvant choisir leur portefeuille sur une « surface » frontière efficiente, en fonction de leur triplet comportemental : « rendement - risque - éthique ».

Pour recentrer notre étude sur ce critère environnemental, de manière générale, l'actionariat que l'on pourrait qualifier de « écolo-éthique » vise à sanctionner les entreprises qui, risquent de polluer, ou polluent régulièrement ou accidentellement, l'environnement aérien, liquide ou terrestre, dans lequel elles opèrent.

Les « déséconomies » externes ont été depuis longtemps prises en considération dans la modélisation de l'activité de l'entreprise. Pour ce qui concerne notre objet, il s'agit des coûts des dommages, évaluables immédiatement ou seulement à long terme, causés par les effluents de l'entreprise. Ceux-ci devraient être intégrés dans le coût global de production de l'entreprise mais seront en fait supportés, à plus ou moins long terme, par la collectivité.

Si l'actionnaire prend en compte l'attitude environnementale de l'entreprise, il va sanctionner celle-ci, par abstention d'achat ou par vente de son action et entraîner à une baisse de celle-ci. C'est une première sanction qui, à terme, menace l'équipe dirigeante. Mais, de plus, si celle-ci souhaite augmenter son capital par appel à la Bourse, elle devra le faire au nouveau cours, ce qui signifie que, pour une même somme requise elle devra émettre plus d'actions ou, pour le dire autrement, diluer plus fortement les actionnaires actuels. En principe ceux-ci, dont le dividende s'en trouvera réduit à proportion, devraient contraindre l'équipe de direction, lors de l'assemblée générale suivante, à changer de politique en matière d'environnement.



Cette entrave est évidemment proportionnelle au nombre d'actionnaires éthiques et à l'importance du capital soumis à leur contrôle. Asymptotiquement, si tous les actionnaires adoptaient le point de vue éthique, une entreprise pourrait se voir interdire tout financement boursier. À terme, le contrôle éthique portant aussi sur les banques qui financent l'entreprise, celle-ci pourrait se voir couper de toute source de financement externe. Théoriquement, les citoyens disposeraient donc de trois « leviers » pour s'assurer que les entreprises respectent leur environnement : la voie du choix démocratique de gouvernements « écologiques » édictant des règles strictes ou imposant des taxes selon le principe pollueur/payeur, la voie du « consumérisme » c'est-à-dire du refus d'acheter des produits des firmes polluantes - Esso puis Total Fina Elf ont été tour à tour menacés de cette sanction sans que le mouvement ait été durable - ou, enfin, la voie de la Bourse pour bloquer financièrement l'activité des firmes polluantes.

Si le rejet d'effluents polluants n'est pas interdit par la loi, l'entreprise est donc contrainte, soit de payer une taxe proportionnelle à la pollution qu'elle produit, soit d'acheter des droits de polluer dans la mesure où un tel marché existe, soit, dans notre hypothèse, de subir une restriction de financement, soit de traiter ses effluents. Se pose à elle un problème de coûts alternatifs. Si l'on imagine que s'offrent seulement à elle les deux dernières solutions, on peut traduire la restriction de financement sous forme d'une surtaxe augmentant le coût de celui-ci ; la gestion devra donc intégrer une comparaison entre le surcoût entraîné par le traitement des effluents et le surcoût financier supporté par la firme, sachant que, si le premier est constant, à activité constante de l'entreprise, le second peut croître au fur et à mesure que le souci éthique se répand parmi les épargnants-actionnaires.

Plus précisément on peut bâtir un scénario d'évolution du cours de l'action d'une entreprise polluante. À la suite d'un accident écologique (Bhopal, Erika) ou de la révélation par la presse d'un dommage à l'environnement à l'instigation d'une organisation écologiste, des actionnaires « éthiques » ou un fonds éthique vendent leurs actions de l'entreprise. Il en résulte une baisse du cours qui peut, par le jeu du mimétisme, et ce d'autant plus que l'entreprise reste silencieuse ou que les avis des experts sont partagés, se transformer en véritable krach sur l'action en question. L'entreprise peut évidemment freiner ou faire cesser la baisse en s'engageant à des réparations et à des mesures de prévention pour l'avenir. Si l'on suppose que la baisse du cours s'arrête, on peut estimer que la baisse enregistrée mesure le handicap de financement qui « punit », au moins temporairement, tant qu'elle n'a pas annoncé de mesures pour le futur, l'entreprise polluante.

Ce scénario fait évidemment fi de la « contre-attaque » médiatique de

l'entreprise qui peut à la fois dénier l'existence d'effluents - au moins jusqu'à un constat par expert, le risque de réaction négative étant alors augmenté -, ou dénier les effets nocifs de ceux-ci, dans leurs niveaux quantitatifs, ce qui donnera lieu aussi à expertise, mais plus longue et, de toutes façons, plus incertaine. De plus les actionnaires éthiques peuvent se heurter à d'autres actionnaires qui peuvent privilégier leur intérêt financier immédiat, et racheter l'action dès qu'elle a un peu baissé. Mais, en dehors des actionnaires militants de l'éthique, l'attitude la plus probable pour les autres actionnaires, sera l'attentisme, et même, par mimétisme, le suivisme à la vente. Il est donc probable que, le comportement éthique prenant du poids dans la constellation idéologique de notre société, la sanction boursière des comportements polluants devrait être de plus en plus forte.

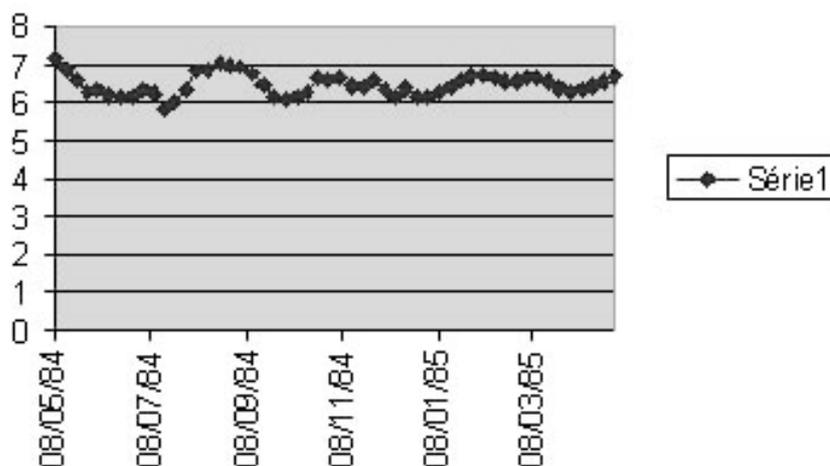
Il n'est pas inintéressant à cet égard de prendre connaissance des effets boursiers apparents de quelques catastrophes sur les cours boursiers des firmes incriminées.

Comme on le voit sur le graphique n° 6, la catastrophe de Bhopal n'a eu strictement aucun effet sur le cours de Dow Chemical à New York.

22

Graphique n° 6

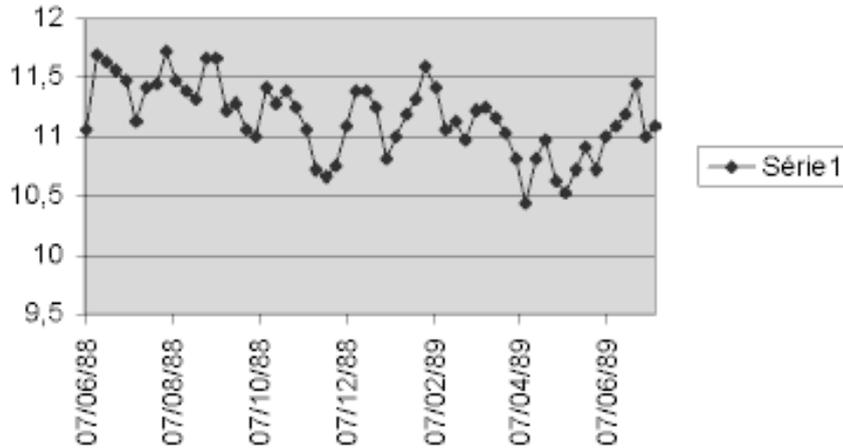
Le cours de Dow Chemical à New York et la catastrophe de Bhopal



Par contre il semble bien que le cours d'Exxon ait supporté une petite baisse après mars 1989 et la catastrophe de l'Exxon Valdes sur les côtes de l'Alaska. Sur la même période précise, en effet, le Dow Jones est resté plutôt ascendant mais ce petit recul a été sans suite.

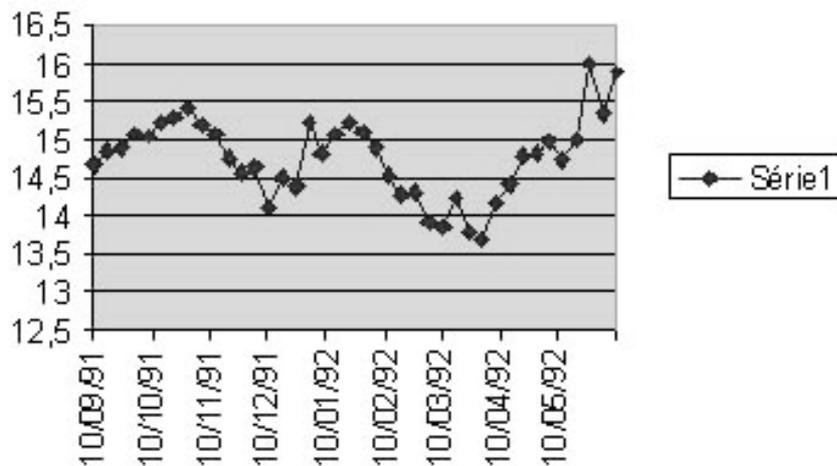


**Graphique n° 7**  
**L'échouage de l'Exxon Valdes et le cours d'Exxon**



Dans le même sens, selon le graphique n° 8, le cours de BP Amoco<sup>9</sup> semble avoir bien un peu pâti du résultats du procès condamnant cette société, qui est intervenu le 24 janvier 1992 ; on peut supposer cependant, que l'information était déjà dans le cours, car le résultat était soupçonné, ce qui limite l'effet apparent à partir de cette date. Comparativement l'indice des actions à New York oscille entre 190 et 200 sur cette même période sans tendance nette comme le cours de BP.

**Graphique n° 8**  
**Le cours de BP Amoco et le résultat du procès de l'Amoco Cadiz**



Si l'on regarde maintenant de près l'évolution du cours de Total Fina Elf, on constate bien qu'il marque un repli sensible après le 12 décembre 1999, date de la catastrophe de l'Erika, pour laquelle une vraie mobilisation s'est déclenchée, avec mot d'ordre de boycott des stations. Mais cette stagnation par rapport au CAC ne dure que deux mois, après quoi le cours de Total Fina Elf suit le CAC puis surperforme par rapport à lui, suivant d'ailleurs en cela plus ou moins le cours du pétrole.

Il y aurait donc une évolution des actionnaires qui commenceraient à sanctionner, au moins temporairement, les sociétés lors des catastrophes, en raison des risques financiers qu'elles courent.

Comparant le motif social et le motif environnemental, on peut en effet penser que les actionnaires courants et les actionnaires éthiques (ou investissant dans les fonds éthiques) se comportent différemment sur les deux thèmes. En ce qui concerne les aspects sociaux, notamment sur les licenciements, les actionnaires ordinaires continueront de considérer les allègements d'effectifs comme favorables à la valeur de rendement. Comme on l'a vu de nombreuses fois dans le passé, le cours des actions, et même l'indice global continueront sans doute à réagir positivement aux annonces de licenciements qui sont d'ailleurs faites souvent dans ce seul but. Il faudrait que les actionnaires éthiques se multiplient fortement pour que leur « sanction » renverse le mouvement. Par contre s'agissant du motif environnemental, on peut penser qu'à terme, les deux attitudes convergeront *de facto* : les actionnaires éthiques sanctionneront l'entreprise qui ne prend pas les mesures souhaitables pour éviter les atteintes à l'environnement, attitude évidemment renforcée en cas de catastrophe, mais les actionnaires ordinaires devraient être progressivement poussés à agir dans le même sens compte tenu de la hausse des primes d'assurance et/ou des dommages et intérêts que les sociétés polluantes vont être de plus en plus souvent amenés à payer. Mais cette mutation des actionnaires, bien que très probable, prendra du temps. Dans une interview récente, les responsables de l'agence Moody's avouent que le comportement environnemental n'a aucun effet sur leurs évaluations<sup>10</sup>. Au contraire ! Ils pensent même que, pour l'instant, la prise en compte de son impact sur l'environnement dans la gestion d'une entreprise pourrait être un facteur dégradant dans leur notation.



## Graphique n° 9 La catastrophe de l'Erika et le cours de Total Fina Elf



### NOTES

25

1. Le mot étant pris ici dans son sens usuel, et non au sens de la « loi normale ».
2. « Climat de panique » - Yves Lenoir-Favre - Lausanne, 2001.
3. Le coût des dommages dus aux catastrophes naturelles aux États-Unis, selon la pente de la droite de Pareto de leurs fréquences cumulés, qui est de 1,6 à 1,7, a une espérance mathématique mais pas de variance. Il en va de même de la distribution des dommages dus aux seuls ouragans sur la partie ouest.
4. « Économie des extrêmes » - Nouvelle bibliothèque scientifique - Flammarion, 2000.
5. « Cat » pour catastrophes.
6. « Le rôle des influences interpersonnelles dans la détermination des cours boursiers » Revue économique, n° 5, septembre 1990.
7. Agence de rating social et environnemental, créée en 1997.
8. On sait que la dirigeante syndicale Nicole Notat vient d'entrer au Conseil de l'Arese dont le capital s'élargit.
9. Compte tenu des délais, il n'a pas été possible de reproduire ici le graphique du cours de BP Amoco au moment de la catastrophe de l'Amoco Cadiz en 1978. Mais il est très probable qu'elle a été sans effet sur ce cours.
10. Le Monde 3/06/2002.