

INDICES ET PERFORMANCES BOURSIÈRES DANS L'INVESTISSEMENT ÉTHIQUE

JEAN BERTHON*

La notion d'investissement éthique trouve ses racines chez les Quakers au XVIII^{ème} siècle aux Etats-Unis, mais c'est au début de notre siècle, dans les années 1920, qu'elle se manifesta de façon plus institutionnelle avec la création du premier fonds d'investissement collectif s'obligeant à suivre des règles de placement « éthiques ». Le *Pioneer Fund* de Boston s'interdisait ainsi d'investir dans tout ce qui avait trait à l'alcool, au tabac et à la pornographie. A l'époque, certaines Eglises d'Amérique du Nord décidèrent d'investir une partie de leurs fonds sur le marché des actions, ce qu'elles avaient jusqu'alors refusé, considérant la bourse comme un jeu de hasard. Elles décidèrent de s'interdire tout investissement dans des compagnies impliquées dans des activités jugées immorales comme le jeu ou le tabac. De même, furent rapidement exclus les fabricants d'armes.

137

Ce mouvement trouva une seconde jeunesse, dans les années 1960, sous l'impulsion des étudiants, soucieux que les fonds de leurs universités ne soient pas investis dans des sociétés ayant des intérêts liés à la poursuite de la guerre du Vietnam. C'est à cette époque que fut lancé le fameux *Pax Fund*, toujours considéré aujourd'hui comme l'un des véhicules phares de l'investissement éthique.

Mais c'est à l'occasion de la lutte contre l'*apartheid* sud-africain que le mouvement en faveur de l'investissement éthique prit réellement son essor. On vit alors certains états des Etats-Unis donner des instructions à leurs gérants de portefeuille, pour qu'ils prennent en compte la situation en Afrique du Sud et c'est ainsi, par exemple, que la Californie se retira de ce type d'investissements en 1986.

Un mouvement analogue se dessina en Angleterre, où les Eglises suivirent des règles d'investissement éthique dès 1948. Mais ce n'est qu'en 1983 que la première autorisation de création d'un fonds mutuel se fixant des règles d'investissement éthique fut donnée par les autorités,

* Membre agrégé de l'Institut des actuaires français

permettant le lancement du premier fonds « éthique » par *Friends Provident* en 1984. Il fut suivi de nombreux autres.

Aujourd'hui, les investissements de ce type sont estimés à plus de 1,185 milliard de dollars et plus de 2 milliards de livres dans les deux pays où ils sont le plus répandus, Etats-Unis et Royaume-Uni, et où les montants investis sont les plus significatifs.

Fin 1998, plus de 183 fonds utilisaient les critères de gestion éthique aux Etats-Unis et plus de trente fonds en Angleterre.

En France, la première expérience date de 1983 et le mouvement commence à se répandre. Plusieurs fonds éthiques ou assimilés ont d'ores et déjà vu le jour.

Un des débats les plus importants, que soulève la gestion à caractère éthique parmi les investisseurs et les professionnels de la gestion de portefeuille, a trait à la performance des fonds investis suivant ces règles. En effet, l'addition d'une contrainte morale ou environnementale pourrait avoir pour conséquence, en limitant les choix offerts, de rendre plus difficile la maximisation de la performance globale que recherche le gestionnaire, et de ce fait avoir plutôt une influence négative sur les résultats de la gestion.

Remarquons, cependant, que l'ensemble des gestionnaires de fonds éthiques semblent d'accord pour privilégier, d'abord les critères purement financiers dans la sélection des titres, et n'appliquer les filtres quantitatifs et qualitatifs qu'aux titres ayant passé avec succès cette première sélection.

Il n'en demeure pas moins que rien ne permet d'affirmer que les titres, ainsi sélectionnés, auront un comportement boursier meilleur que les autres. Aussi, est-il intéressant d'aborder le problème de la performance de ce type de gestion, ce que nous nous proposons de faire dans cet article, sous les deux aspects de la gestion passive et la gestion active.

GESTION PASSIVE

La gestion passive ou indicielle se donne pour objectif de reproduire au mieux le comportement d'un indice de référence, considéré comme offrant le meilleur couple rendement/risque. Cet indice est choisi de façon à être caractéristique du marché sur lequel le fonds est investi. L'indice de référence en question est en général un indice officiel de marché ou de secteur ou un composite de ces indices, choisi par le gestionnaire d'actifs pour calibrer sa gestion. Dans le cas de la gestion éthique, le gestionnaire n'a pas à sa disposition d'indice officiel pour la catégorie de titres visés. Aussi, certains promoteurs de la gestion éthique, aux Etats-Unis, ont-ils pris la décision de créer leurs propres indices, en les dotant de règles de gestion analogues à celles des indices

officiels, qu'ils s'engagent à suivre scrupuleusement et en toute transparence.

Aujourd'hui, deux indices de ce type semblent bénéficier d'une certaine reconnaissance et servent de sous-jacents à des portefeuilles indiciaires gérés de façon passive. Ce sont l'indice *Domini Social Index* et de l'indice *Citizens Index*.

Le *Domini Social Index*, appelé aussi le *Domini 400* parce qu'il comporte 400 valeurs, a été créé en 1986 par la société de gestion de portefeuille Kinder, Lydenberg, Domini & Co. Il s'agit d'un indice pondéré par les capitalisations boursières. Les 400 valeurs de cet indice se répartissent de la façon suivante : à peu près 250 sociétés sont issues de l'indice Standard & Poor 500, 100 sont de grandes compagnies ne figurant pas dans cette population et 50 sont des compagnies aux fortes caractéristiques sociales. Le choix des sociétés figurant dans l'indice résulte de l'application de filtres de deux types : un filtre d'exclusion qui vise à éliminer les sociétés dont les activités enfreignent les règles communément admises : par exemple, plus de 2 % du chiffre d'affaires dans des activités militaires, ventes ou fabrication de tabac et d'alcool, activités liées au jeu - avant novembre 1993, cette liste incluait aussi les sociétés possédant des intérêts financiers en Afrique du Sud. De même, sont exclues les sociétés productrices d'électricité ayant des intérêts dans des centrales nucléaires. Un filtre qualitatif, qui vise à éliminer les sociétés dont la performance dans des domaines comme les relations sociales ou l'environnement, est jugé insuffisant. Ces performances sont évaluées séparément par critère puis réunies, pour faire une balance des forces et faiblesses de la compagnie dans ces domaines.

KLD cherche à limiter les entrées et sorties de son indice pour en renforcer la signification. Il s'agit en effet de fournir une référence à des investisseurs éthiques désireux de se mesurer à un indice diversifié représentatif du marché disponible des titres éthiques. Un tel indice doit répondre aux conditions habituelles et, en particulier, pouvoir être répliqué facilement dans le cadre d'une gestion passive, ce qui implique une certaine stabilité de sa composition.

Dans la gestion courante de son indice, pour l'inclusion de nouvelles valeurs, KLD privilégie tout d'abord les sociétés à fort caractère éthique et de préférence à forte capitalisation. Il cherche aussi à augmenter la représentativité de l'indice en faisant entrer des sociétés de secteurs industriels sous-représentés dans le S&P 500. Rares sont les sorties de l'indice pour d'autres raisons que fusion, absorption ou faillite ou bien entrée de la société dans une activité prohibée. Il arrive ainsi que des sociétés soient placées sous surveillance parce qu'elles ne remplissent pas les critères quantitatifs et que cela les conduisent à être

exclues si ces problèmes sont suffisamment graves et risquent de se manifester pendant longtemps. Dans un tel cas, la société ne pourra revenir dans l'indice avant deux ans.

Le *Citizens Index* est de création beaucoup plus récente, puisqu'il ne remonte qu'à 1995. Lui aussi sert de base à des fonds gérés de façon éthique, et plus particulièrement à un fonds indiciel. Il est composé de 300 valeurs à forte capitalisation dont 200 font aussi partie du Standard & Poor's 500. Le mode de sélection des valeurs est comparable : sont exclues les valeurs de l'industrie du tabac, des alcools et de défense ; sont prépondérantes les valeurs des télécommunications, de technologie, d'agriculture, etc... Cet indice souffre aujourd'hui d'un historique trop court pour pouvoir être inclus dans notre étude.

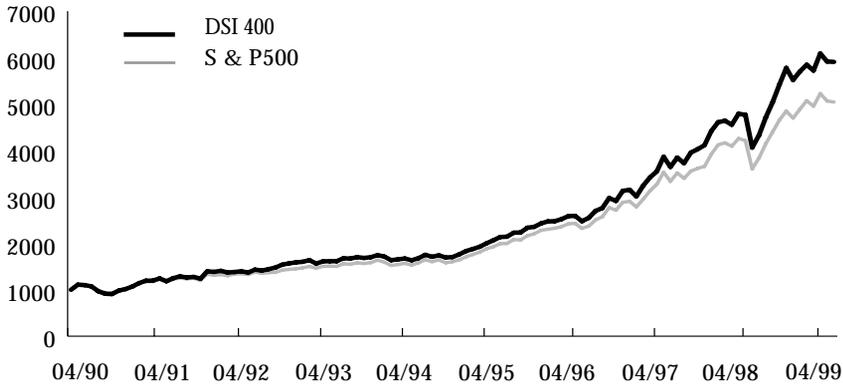
L'autre indice que nous allons passer en revue a été, pour sa part, créé par un professeur de sociologie du Boston College, Malcolm Lowrie, soucieux de comparer de façon scientifique la performance des sociétés répondant aux critères d'investissement éthique avec la performance du marché. Contrairement aux autres fabricants d'indices, il choisit de mener cette comparaison avec l'indice le plus populaire, le Dow Jones. L'indice à créer devait donc se composer comme sa référence de 30 valeurs dont on prendrait la moyenne arithmétique. Dans la mesure du possible, les mêmes secteurs industriels furent choisis en cherchant des substituts socialement corrects aux valeurs de l'indice qui ne l'étaient pas. En cas de nécessité, le professeur Lowrie se réserve la possibilité d'ajouter des secteurs choisis plutôt parmi ceux qui fournissent des produits et services favorisant la vie. Maintenu et calculé depuis 1976, cet indice appelé *Good Money Industrial Average* fournit de ce fait un élément de référence particulièrement intéressant.

L'étude du comportement de ces deux indices et la comparaison avec les indices de marché qui leur sont le plus semblables, c'est-à-dire le *Standard & Poor's 500* pour le *Domini 400* et l'indice *Dow Jones Industrial Average (DJIA)* pour le *GM Industrial Average (GMIA)*, est instructive.

Les deux graphiques ci-joint montrent les évolutions comparées du *Domini 400* et du *Standard & Poor's 500*, dividendes réinvestis, sur la période 1990-1999 et du *GMIA* et du *DJIA* sur la période 1976-1999.

Depuis sa création, l'indice *Domini 400* a réalisé une performance globale de 20,96 % contre 18,92 % pour l'indice *Standard & Poor's 500* soit un surcroît de performance de 2,02 % par an. Cette performance paraît brillante mais il convient de noter qu'elle a été obtenue avec une assez forte variabilité puisque pendant la période passée en revue, l'indice *Domini 400* a dominé l'indice *Standard & Poor's* seulement 60 mois sur 112. En revanche, on notera avec intérêt que le risque mesuré par l'écart type des rentabilités de l'indice *Domini* est de

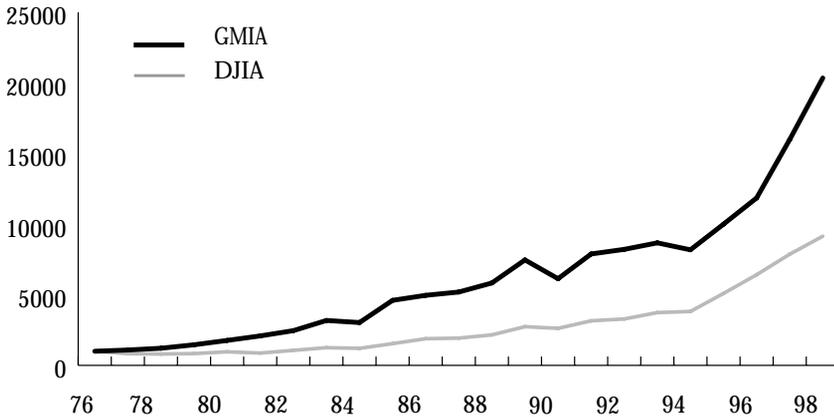
Graphique n° 1
Performances comparées DSI 400 vs S&P 500



Source : Kinder, Lydenberg, Domini & Co, Standard & Poor's

Graphique n° 2
Performances comparées GMIA vs DJIA

141



Source : Good Money, Dow Jones

14,4 contre 13,31 pour l'indice de marché, ce qui montre que l'écart de risque est plus que largement compensé par l'écart de rémunération.

Les données comparables pour l'indice GMIA font apparaître aussi un surcroît de performance sur 22 ans, beaucoup plus important -

mais on remarquera qu'il s'agit de l'évolution de l'indice sans dividendes réinvestis, contrairement aux données relatives à l'indice *Domini 400* et à l'indice *Standard & Poor's 500*. Sur cette période, l'indice GMIA a donc progressé de 14,7 % par an, contre 10,6 % pour le DJIA avec un risque mesuré par la volatilité de 15,3 contre 13,7. Là encore, il est visible que le risque supplémentaire pris est largement rémunéré par le surcroît de performance.

En revanche, les comportements relatifs, mesurés par les années où les indices « éthiques » font mieux que les indices généraux analogues, sont assez sensiblement différents. De 1991 à 1998, l'indice *Domini 400* a été mieux performant que le *Standard & Poor's* pendant 6 ans sur 8, alors que le GMIA n'a, quant à lui, dépassé le DJIA que 3 fois sur 8.

De même, l'indice GMIA doit principalement son surcroît de performance aux premières années, de 1976 à 1983, qui correspondent à une période de stagflation où certaines grandes valeurs du Dow Jones ne brillèrent pas par leur comportement boursier.

La conclusion provisoire que l'on peut tirer de ces résultats semble être en faveur de la gestion éthique. Il convient cependant de nuancer cette analyse dans la mesure où, à l'exception des données de l'indice GMIA, nous ne disposons pas d'historique portant sur un cycle boursier complet, les années 1990 étant caractérisées par un marché haussier presque ininterrompu. Il faudra donc attendre le prochain retournement pour vérifier ou infirmer ce résultat. Une analyse, menée par Barra en 1992 sur le marché anglais de janvier 1988 à octobre 1991 sur différents portefeuilles construits pour répondre aux critères de la gestion éthique, a fait ressortir que tous les portefeuilles en question avaient été significativement moins performants que le marché mesuré par l'indice FTA. Une attribution de performance a fait alors apparaître un biais prononcé, dû à la forte prépondérance de valeurs à petite capitalisation, dont le comportement sur cette période avait été particulièrement mauvais.

On remarquera que ces effets semblent ne pas se manifester pour les indices étudiés précédemment, dont la composition, compte tenu des spécificités du marché américain, est moins biaisée en faveur des petites valeurs.

GESTION ACTIVE

A l'étude de cette approche de type gestion passive, on peut ajouter l'étude des gestions actives. En effet, de nombreux fonds d'investissement existent, principalement aux Etats-Unis et en Angleterre, qui se sont spécialisés dans la gestion éthique.

On comptait ainsi, aux Etats-Unis, 183 fonds gérés suivant des

critères éthiques à la fin de 1998, couvrant à peu près tous les styles d'investissement : croissance, forte capitalisation, faible capitalisation, etc. D'une étude comparative menée sur ces fonds par rapport aux fonds des mêmes catégories gérés sans référence à ces critères, il ressort qu'en moyenne les fonds éthiques se sont plutôt mieux comportés que les autres sur les périodes de 1 an, 3 ans, 5 ans et 10 ans.

Tableau n°1
Performances comparées

	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
Fonds éthiques	10,64	13,71	11,51	11,76
Autres fonds	8,66	10,70	9,76	11,05

De même, une analyse menée sur les fonds suivis par *Morningstar* montre que 21 % des fonds éthiques ont droit à la note la plus élevée, soit un ratio double de celui des fonds toutes catégories confondues. Ce ratio est encore meilleur si l'on compare les fonds éthiques aux autres à l'intérieur des mêmes catégories, puisque un quart des fonds éthiques mérite un *rating* de cinq étoiles et que la moitié ont un *rating* supérieur ou égal à quatre étoiles.

L'explication tient sans doute en partie au type de valeurs qui composent ces portefeuilles. Forte capitalisation, absence des fabricants de tabac et des sociétés opérant dans le nucléaire qui se sont le plus mal comportés sur les dernières années, et finalement un portefeuille où les valeurs de croissance sont prépondérantes. Ainsi, les fonds éthiques ont-ils bénéficié particulièrement de la hausse des deux dernières années principalement tirée par les valeurs de croissance à forte capitalisation.

Cela explique, aussi *a contrario*, le phénomène constaté en Angleterre où à l'inverse des Etats-Unis, les performances des fonds ainsi gérés sont dans l'ensemble inférieures à celles de l'indice en raison de la faible part des valeurs à forte capitalisation qui satisfont aux critères de l'investissement éthique.

Il est trop tôt sans doute pour tirer de ces chiffres une conclusion définitive en faveur de la gestion éthique. Les données dont nous disposons sont encore insuffisantes et incomplètes et il faudra attendre quelques années pour pouvoir mener une vraie étude scientifique qui permettra de juger en termes de rendement et de risque. Tout au plus peut-on conclure aujourd'hui que ce type de gestion ne semble pas avoir systématiquement d'effet négatif sur les performances des portefeuilles, ce qui est déjà un facteur positif, et appeler de nos vœux les chercheurs en finance à s'intéresser davantage à ce phénomène qui prend de plus en plus d'ampleur et devrait devenir un courant majeur de la gestion d'actifs.

