

L'ETHIQUE EST-ELLE UN FREIN ECONOMIQUE ?

Bertrand Jacquillat

Telle qu'elle est posée, cette question sous-entend que les performances économiques et financières des entreprises seraient amoindries par la prise en compte d'autres critères que financiers, les critères RSE tels que la composante climat, le respect des normes, les questions environnementales, mais aussi des critères éthiques qui ressortent davantage de la morale, voire des prescriptions de nature religieuse.

Mais on pourrait très bien argumenter que les motivations éthiques des décisions des entreprises peuvent être matinées d'un intérêt financier bien compris de sorte que performances économiques des entreprises et respect de principes éthiques ne seraient pas incompatibles. Certes, les entreprises qui intègrent dans leur processus de prise de décision les tendances sociétales de nature éthique encourront un coût sur le plan financier et économique. Mais les qualités cognitives nécessaires à la perception des tendances sociétales qui façonneront l'avenir sont les mêmes que celles que doivent avoir les entreprises pour anticiper les besoins de leurs clients, les évolutions nécessaires de leurs produits, ou les transformations de leurs marchés. Mais de même que les coûts financiers de la prise en compte des tendances sociétales de nature éthique sont difficiles à appréhender et à mesurer, les gains économiques que ces mêmes qualités cognitives sont susceptibles d'apporter sur le plan opérationnel le sont tout autant. Aussi les résultats empiriques obtenus par les économistes qui se sont aventurés à mesurer de telles relations sont, sinon contradictoires, du moins le plus souvent obscurs, voire critiquables, ne serait-ce que parce que les échantillons de sociétés « éthiques » sont très élastiques selon les contenus, les pays et les époques.

Bien sûr, il y a un certain nombre d'exemples d'une relation positive entre éthique et performance économique, même s'ils sont quelque peu anecdotiques. Ainsi Al Gore, le candidat malheureux à la Présidence des Etats-Unis en 2001 cofonda en 2004 avec l'ancien patron de la gestion d'actifs de Goldman Sachs le fonds *Generation Investment Management* (GIM) dont le slogan « *Sustainability is the biggest investment opportunity* » traduit que l'objectif du fonds était précisément de prouver que la prise en compte de la résilience environnementale dans les critères d'investissement ne nuirait pas à la performance, au contraire. Et en effet depuis 2004 la performance brute annuelle de GIM a été de 13.5% vs 7.3% pour l'indice MSCI World, et de 17.5% entre 2015 et 2018 contre 8.6% pour son benchmark. On pourra rétorquer que sa définition d'une société résiliente pouvant passer le filtre de la sélection était assez lâche. « *A sustainable company is defined as one whose earnings do not borrow from future earnings, whose revenues are driven by sustainable practices, and whose products or services are low carbon and have wealth or societal benefits* ». Le premier critère énoncé « *whose earnings do not borrow from future earnings* » s'inscrit dans la droite ligne de la disparition progressive d'une pratique contradictoire avec la prise en compte de critères éthiques, la pratique de la communication financière trimestrielle qu'à la fois Larry Fink, le CEO de Blackrock, Jamie Dimon, le chairman de JP Morgan et Warren Buffett qualifiaient « d'hystérie des bénéfices trimestriels », en soulignant qu'elle était nuisible aux stratégies soutenables à long terme.

A cet égard, il convient de souligner, autre évidence anecdotique, la résilience des fonds d'investissement qui ont une philosophie de gestion tournée vers le long terme avec des critères éthiques. La plupart des fonds d'investissement anglo-saxons (l'équivalent de nos SICAV) ont une durée de vie assez courte du fait que la plupart se créent pour répondre à une mode passagère (comme les fonds TMT avant l'éclatement de la bulle internet dans les années 1990/2000). Elle est aux Etats-Unis de 9 ans, de 12 ans au Luxembourg et à Dublin et de 16 ans en Grande-Bretagne. L'un

des plus anciens fonds d'investissement, bientôt centenaire, Pioneer A, créé en 1928 par Philip Carret, l'inspirateur de Warren Buffett, entré dans le giron d'Amundi en 2017, fut l'un des tout premiers fonds d'investissement à inclure des critères éthiques dans ses décisions d'investissement en s'interdisant d'investir dans les secteurs des boissons alcoolisées, du tabac ou des jeux. Selon l'un de ses gérants, Jeff Ripke, la performance de long terme du fonds montre que l'éthique peut être profitable (11.7% de performance nette annuelle depuis sa création). Les autres fonds d'investissement créés à cette époque et encore en existence aujourd'hui qui partageaient la même philosophie d'investissement ont aussi obtenu des résultats flatteurs.

Mais certains résultats relatifs aux « industries du péché » ont jeté le trouble en faisant accroire que l'éthique était un frein économique. Aux Etats-Unis les « industries du péché » qui comprennent les sociétés des boissons alcoolisées, de tabac, d'armement, de jeux ont enregistré entre 1970 et 2009 une performance annuelle de 19% contre 10% pour l'ensemble des valeurs cotées. Certes ces secteurs ne représentaient qu'une très faible part de la cote américaine, la réduction de performance liée à l'absence de telles sociétés dans un portefeuille diversifié aura donc été minime. D'aucuns ont attribué ces surperformances à l'absence des « investisseurs éthiques » dans ces secteurs, ce qui aurait eu pour conséquence de déprécier leurs cours. Mais la vraie raison est conforme à la théorie financière selon laquelle les valeurs risquées qu'étaient les « sociétés du péché », commandaient une prime de risque devant se traduire par un surcroît de rentabilité moyenne, en compensation de lourdes pertes occasionnelles, comme ce fut le cas lors de la crise financière de 2007-2009.

Mais pour reprendre la dichotomie du politologue Albert Hirschman, il y a une autre manière de réagir à ce genre de situation que l'abstention ou la sortie (*exit*). Il y a aussi la voie proactive (*voice*), c'est-à-dire l'activisme actionnarial dans les entreprises aux comportements éthiques douteux. Celui-ci consiste, en l'occurrence, à y prendre des participations significatives et à influer sur leur stratégie pour la rendre plus conforme à des principes éthiques. Dans l'année qui suit un tel engagement activiste, la surperformance, correctement ajustée à la rentabilité du marché et à la liquidité, était de 2.3% selon une étude de Elroy Dimson de la London Business School. Cette surperformance liée à l'amélioration de l'éthique des affaires était équivalente à celle que l'on observe dans l'activisme actionnarial classique qui prend la *corporate governance* pour cheval de bataille. En fin de compte l'éthique dans les affaires serait-elle donc un accélérateur de performance ?