

L'analyse - Risques et vertus de la sous-diversification : le cas de l'ISR

Par **Marie-Aude Laguna**,
maître de conférence à l'université Paris-Dauphine

Transposition sur le terrain des marchés financiers de prises de conscience politiques sans cesse renouvelées, l'investissement dit socialement responsable (ISR) connaît une croissance remarquable : aux Etats-Unis, les fonds dédiés à l'ISR ont investi 162 milliards de dollars en 1995 et 1,685 milliard de dollars en 2005 ; en Europe continentale, ils représentent aujourd'hui 1,138 milliard d'euros d'actifs gérés selon l'Eurosif. A rebours du principe de diversification totale, l'ISR dessine les contours d'une sélection de titres fondée sur les préférences des investisseurs, et institutionnaliserait un penchant naturel, celui d'arbitrer le rendement des titres contre les valeurs morales et politiques qu'ils sous-tendent.

Le prix de l'ignorance

En théorie financière, la prise en compte de critères de sélection étrangers aux considérations financières n'est pas nouvelle. A la fin des années 1980, Robert Merton enrichit le Medaf (modèle d'évaluation des actifs financiers) d'un ingrédient qui relève du bon sens : tous les titres ne sont pas connus de tous les investisseurs, et ne sont donc pas nécessairement inclus à leur univers de diversification. Le constat est simple, les implications du modèle sont fortes. En réduisant la demande adressée au titre méconnu, l'exclusion induit une dépréciation du prix du titre par rapport à sa valeur fondamentale (celle qui prévaudrait dans une situation où tous les investisseurs incluraient le titre à leur univers de diversification). Il en résulte des rendements espérés plus élevés pour le titre méconnu, en proportion de la fraction d'investisseurs qui excluent le titre. Dans le modèle de Merton, c'est bien l'ignorance de l'existence de certains titres qui induit une augmentation du coût du capital pour les entreprises concernées.

Ce modèle a fait l'objet de nombreuses applications, visant à étayer les implications financières aussi bien du biais domestique (les investisseurs privilégieraient les titres d'entreprises nationales au prix d'une moindre diversification internationale de leur portefeuille) que de l'ISR. Au niveau empirique, les prédictions du modèle ont été étayées par deux études importantes. En utilisant une méthode de

recomposition mensuelle de portefeuille, Hong (Princeton) et Kacperczyk (Stern Business School) démontrent que les titres liés aux secteurs du jeu, de l'alcool, et de l'armement sont systématiquement exclus par une partie des investisseurs (institutionnels notamment), et présentent des rendements mensuels espérés significativement supérieurs aux autres titres disponibles sur les marchés boursiers, de 30 points de base. Plus intéressant encore, l'étude

montre que l'image dégradée du secteur du tabac à partir des années 1960 a amplifié le phénomène d'exclusion sur les marchés boursiers. De manière analogue, Fang et Peress (Insead) démontrent que les titres boursiers d'entreprises bénéficiant d'une couverture médiatique moins importante présentent un alpha significativement plus élevé. Selon les auteurs, le manque d'informations entourant les activités de l'entreprise serait une source de risque pour les investisseurs.

Aux Etats-Unis,
les fonds dédiés
à l'ISR ont
investi
**162 milliards de
dollars en 1995 et
1,685 milliard
de dollars en 2005.**

Nouveau marché, phénomène ancien

Ainsi, les vertus de l'exclusion sont indéniables : l'augmentation relative du coût du capital qui en découle pour les entreprises exclues reflète une prime de risque, venant sanctionner selon les cas un manque de transparence, un risque légal jugé plus important, ou une image publique vacillante. De ce point de vue, l'exclusion de titres est un phénomène ancien davantage tributaire des contraintes légales et normes culturelles en vigueur sur un territoire que de l'existence d'un marché de l'ISR.

Au niveau normatif, le marché de l'ISR, en explicitant les critères d'exclusion d'une partie des investisseurs, doit contribuer à une amélioration du contexte informationnel sur les marchés boursiers. Ainsi, tout en répondant à une demande guidée par des croyances d'ordre moral ou politique, il doit permettre aux arbitrageurs d'identifier plus facilement les titres exclus et les opportunités d'arbitrage afférentes - ces titres présentant des rendements espérés plus élevés. Or, pour l'instant, les indicateurs de performance dite «environnementale et sociale» de l'entreprise foisonnent, sans que leur pertinence ait été clairement établie.■

Le marché de l'ISR doit permettre aux arbitrageurs d'identifier plus facilement les titres exclus et les opportunités d'arbitrage afférentes - ces titres présentant des rendements espérés plus élevés.