



ISR : DES FONDS FRANÇAIS « CANADA DRY »

MICHEL VIGIER *

L'investissement socialement responsable (ISR) est à la mode, même en France ; venu des pays anglo-saxons où ce principe de gestion est utilisé par certains financiers et épargnants depuis 80 ans, l'investissement « éthique » et les préoccupations correspondantes reçoivent leurs lettres françaises de noblesse en 2001 seulement, avec la Loi NRE obligeant les sociétés cotées à publier un rapport annuel « développement durable » et la Loi sur l'épargne salariale entraînant une implication croissante et de nouvelles exigences des syndicats. Et pourtant, 4 ans après, le bilan français reste maigre : certes, les grands groupes du CAC 40 publient une annexe « développement durable » de qualité variable, mais la plupart des petites et moyennes entreprises se contentent du service minimum ; surtout la collecte de capitaux dans les OPCVM « éthiques » reste marginale à l'échelle du marché français de la gestion collective. Il importe donc de s'interroger sur cet échec, dont les causes sont multiples, mais tournent, en fait, autour de l'absence de réelle mobilisation des principaux acteurs.

UN CONSTAT : ÉTROITESSE DU MARCHÉ FRANÇAIS DE L'ISR

Selon les dernières statistiques Novethic (site Internet spécialisé sur l'ISR, géré par une filiale de la Caisse des Dépôts), le total des inves-

* Gérant de portefeuilles éthiques.

tissements français en ISR atteignait 6,9 Md€ au 31 décembre 2004 ; ce montant est à rapprocher du total des encours d'OPCVM français à la même date, soit 697 Md€ hors produits monétaires ; l'ISR représente donc un maigre 1 % du total des encours de placements collectifs...

Les fonds ISR français n'étant pas seulement investis en action, il est intéressant de ventiler ce classement par classe d'actifs.

Tableau n° 1
Ventilation des fonds ISR français par classe d'actifs

Md€	Fonds ISR	Ensemble des OPCVM	%
Actions	3,6	184	1,96 %
Diversifiés	2,3	216	1,06 %
Obligations	1	187	0,53 %
Divers		110	0,00 %
Total	6,9	697	0,99 %

Source : Novethic, AMF.

2

On constate que, sur les produits actions, naturellement les plus sensibles aux critères ISR, le marché français ne représente que 2 % du total, tandis que sur les produits diversifiés (actions et obligations) on ne dépasse guère 1 %. Le constat de l'étroitesse du marché, par-delà les effets d'annonce et autres campagnes de presse des groupes bancaires et financiers, paraît également confirmé par l'analyse des souscripteurs aux fonds ISR.

Tableau n° 2
Marché ISR des résidents français

	Md€	%
Particuliers	2	29
Institutionnels	4,1	59
Épargne salariale	0,8	12
Total	6,9	100

Source : Novethic.

Les particuliers, principale cible des campagnes de publicité et de démarchage de ces dernières années, n'ont souscrit qu'à hauteur de 2 Md€, dont une partie en fonds diversifiés ou obligataires,



et apparaissent - contrairement à ce qui a pu être dit ou écrit - extrêmement peu mobilisés par l'aspect militant de l'investissement socialement responsable (*i.e.* outil de pression sur les entreprises, afin qu'elles modifient certaines de leurs pratiques) ; cela se vérifie dans les faibles montants de l'épargne salariale dédiée à l'ISR, malgré l'apparente mobilisation des syndicats : 0,8 Md€ soit 1,5 % seulement de l'ensemble de l'épargne salariale (et encore, ces encours semblent très concentrés sur les fonds de quelques grandes entreprises).

En ce qui concerne les institutionnels, les 4 Md€ d'encours se répartissent à hauteur de 3 Md€ chez les investisseurs traditionnels (compagnies d'assurances, caisses de retraite), ce qui ressort marginal dans le total de leurs investissements, et de 1 Md€ chez les investisseurs « motivés » du type fondations, organisations religieuses et associations. Ces derniers utilisent souvent la formule des fonds dédiés, qui leur permet d'intervenir dans le choix des critères de l'ISR, voire d'imposer des critères d'exclusion du type armement ou droits de l'Homme.

Cette étroitesse du marché français de l'ISR apparaît d'autant plus remarquable quand on fait des comparaisons internationales. Toutefois, il convient de rester prudent car, en l'absence de référentiel communément admis sur les critères ISR, chaque pays ou régions utilise des définitions plus ou moins larges... Néanmoins, on estime généralement que l'ISR aux États-Unis représente 15 % des placements institutionnels, incluant les fonds de pension dont certains donnent la priorité à un ou deux critères seulement (du type *corporate governance* ou droits de l'Homme). En Grande-Bretagne les fonds ISR sont estimés à 7 % du total, mais les préoccupations de développement durable commencent à être massivement prises en compte par les gros institutionnels traditionnels et gestionnaires de fonds de pension. Au Canada, l'ISR est estimé à 4 % des encours. Curieusement l'Europe Continentale (à l'exception des Pays-Bas), et pas seulement la France, semble très en retard par rapport aux pays anglo-saxons.

Les conséquences de cette faible mobilisation des investisseurs français, qu'ils soient institutionnels ou particuliers, se concrétisent dans le peu de moyens mis en œuvre par les différentes parties prenantes :

- les entreprises, quand elles sont grandes, ont publié une annexe « développement durable » à leur rapport annuel, afin de se conformer à la Loi NRE de 2001 ; mais force est de constater avec le CFIE (Centre français d'information sur les entreprises), que la qualité des contenus ressort inégale.

Tableau n° 3
Qualité des rapports RSE

	Échantillon de grandes entreprises	%
Bonne	21	36
Moyenne	12	20
Faible	26	44
Total	59	100

Source : CFIE, rapport 2004 sur l'application de la Loi NRE.

On notera d'abord que les rapports jugés bons ou moyens, selon la méthodologie du CFIE, se retrouvent pour l'essentiel dans les très grandes entreprises du CAC 40 ; les autres entreprises cotées font d'autant moins d'efforts que leur taille diminue... Mais le CFIE note sévèrement de grands noms français tels que Cap Gemini, EADS, Lagardère, Publicis, M6 ou CNP Assurances. Il juge également insuffisants les rapports NRE de Suez, TF1, Thomson, Air Liquide, Bouygues, Crédit Agricole ou Sodexho. Or il s'agit de très grands groupes, employant des dizaines de milliers de salariés, avec de fortes implantations internationales, utilisant la sous-traitance, travaillant avec des collectivités locales... Les problèmes de responsabilité sociale, environnementale ou sociétale, y sont très importants, et on pouvait attendre de leur part une plus grande sensibilité à la question.

Les institutionnels ont peu développé de capacité d'analyse ISR en interne : selon l'indicateur Novethic de janvier 2005, 36 % des sociétés de gestion françaises proposant des fonds éthiques n'avaient pas d'analyste spécialisé, 22 % en avaient 1 seul, 22 % en avaient 2/3, 14 % annonçaient plus de 4 analystes spécialisés, et on peut supposer que ce chiffre inclut les gérants. En conséquence, la plupart des sociétés de gestion recourent à l'analyse externe, avec une position très forte de Vigeo qui centralise près de 50 % du marché de l'analyse extra-financière. On trouve en seconde place, la fondation anglaise Eiris avec 13 % du marché, puis la boutique américaine Innovest avec 11 %. Ces deux dernières semblent plutôt être utilisées par les gestionnaires étrangers présents en France comme UBS ou JP.Morgan. La faible concurrence caractérisant le marché français de la notation extra-financière n'est pas sans conséquence sur les stratégies de gestion des grands institutionnels, caractérisées par un caractère plutôt moutonnier et une faible inventivité.

Les ONG françaises sont connues pour leurs faibles moyens humains et financiers, l'essentiel des collectes de dons en provenance du public



étant concentrées sur quelques grosses organisations du type Croix rouge ou Restos du cœur. De plus, il n'existe pratiquement pas de fondations spécialisées sur le développement durable ou certains de ses aspects (environnement, droits de l'Homme, *corporate governance...*), à l'inverse des pays anglo-saxons, et notamment des États-Unis où ce type d'organisations pullule grâce à un environnement financier et fiscal très favorable. Dans ce contexte, certaines grandes ONG françaises ou sections françaises d'ONG internationales ont certes créé des cellules spécialisées qui dialoguent ou interpellent les entreprises ou les institutionnels, mais le manque de moyen interdit de leur donner la force de frappe critique ou constructive qui constituerait un indispensable appoint aux analyses des professionnels.

UNE EXPLICATION : DES CHOIX D'INVESTISSEMENTS PEU CONVAINCANTS

Par-delà les motifs techniques ou d'agenda, l'explication principale de l'étroitesse du marché français de l'ISR nous semble provenir des orientations de gestion choisies par ses principaux acteurs, et en conséquence de leurs faibles échos chez les épargnants. On rappellera que l'ISR porte un jugement sur les entreprises à partir de 5 grands groupes de critères : relations avec les salariés, relations avec les sous-traitants, relations avec l'environnement, relations avec la société civile, *corporate governance*.

Aujourd'hui, et après un mûrissement de plusieurs dizaines d'années chez les Anglo-Saxons, les stratégies de gestion en matière d'ISR peuvent être regroupées en 4 grandes catégories :

- la stratégie d'exclusion (dite *negative screening*), qui est à l'origine de l'ISR dans les années 1920 (campagnes anti-alcool ou tabac) puis dans les années 1970 (*boycott* des firmes d'armement ou des firmes pratiquant l'apartheid en Afrique du Sud) : les gérants excluent certains secteurs ou sociétés de leurs portefeuilles sur la base d'un ou plusieurs critères prédéfinis ;
- la stratégie de sélection relative (dite *best-in-class policies*) se fixe comme objectif de choisir les meilleures compagnies, en termes d'ISR, dans chaque secteur, en utilisant les agences de notation et/ou leur recherche interne pour balayer et comparer les acteurs, les noter par critères, puis déboucher sur une note globale permettant une sur ou sous pondération dans leurs portefeuilles ;
- la stratégie de sélection positive ressemble à la précédente, tout en ajoutant le choix de sociétés bénéficiant du développement durable, par exemple spécialisées dans les énergies alternatives, dans la collecte et le traitement des déchets, les transports non polluants...
- la stratégie d'*engagement*, souvent utilisée en combinaison avec les

précédentes, implique que les gestionnaires interviennent auprès des sociétés et de leur management pour les pousser à modifier certaines de leurs pratiques ; le critère le plus couramment concerné reste celui de la *corporate governance* avec interventions en assemblée générale, présentation de motions, refus de vote de certaines résolutions...

Les gérants français de l'ISR appliquent pour l'essentiel la *best-in-class* stratégie, ainsi qu'en témoigne le tableau suivant :

Tableau n° 4
Répartition des stratégies de gestion en matière d'ISR

	SRI UK (Capitaux)	SRI Français (Nb de fonds)
Negative screening	39 %	15 %
Positive selection		1 %
Engagement	54 %	
Best-in-class	7 %	84 %

Source : Novethic, Morgan Stanley.

Contrairement aux Anglo-Saxons, partisans d'une conception active de l'ISR, les gérants français ont choisi en grande majorité d'investir en relatif, en sous ou surpondérant les sociétés en fonction de leur notation externe et/ou interne. Cela apparaît d'ailleurs conforme à leur politique générale de gestion de valeurs mobilières, qui consiste à dupliquer le plus possible les grands indices boursiers, avec sur ou sous pondération de certains secteurs et valeurs, mais dans des limites assez étroites. Les raisons en sont bien connues : après le krach Internet de 2000-2001, les banques, principaux distributeurs d'OPCVM, ont cherché à minimiser le risque de contre-performance de leurs produits par rapport aux indices, afin de limiter les contentieux avec leurs clients.

Cette conception de l'investissement socialement responsable où les clients retrouvent dans leurs portefeuilles peu ou prou les mêmes valeurs que dans un portefeuille classique, constitue un obstacle majeur à la lisibilité du concept et apporte une première explication à son faible impact auprès de la clientèle particulière. De plus l'absence de lien entre le discours général sur le développement durable et les choix sectoriels et individuels de gestion effectués dans les portefeuilles contribue à décourager les meilleures bonnes volontés.

Car la clientèle cible de l'ISR se concentre chez les épargnants concernés par ce type de problèmes, qu'ils soient militants associatifs, syndicaux, politiques, ou simples citoyens intéressés par un ou plusieurs aspects : pour certains, ce sera l'interdiction du travail des enfants en relation avec la sous-traitance, pour d'autres les problèmes d'environnement ou d'énergie alternative, pour d'autres encore une réaction



aux scandales d'Enron, des rémunérations exorbitantes de certains dirigeants ou d'autres aspects de la *corporate governance*.

Pour ces clients potentiels de l'ISR, la stratégie de gestion doit envoyer des signaux clairs aux entreprises, en n'hésitant pas à intervenir voire sanctionner celles dont le comportement apparaît critiquable. Mais de nombreux gestionnaires français rentrent alors dans le faisceau des contradictions inhérentes à leur appartenance à des groupes bancaires diversifiés : ces derniers entretiennent des relations d'affaire étroites, voire sont actionnaires des grands groupes cotés, et ne souhaitent pas voir leurs gérants ISR interférer dans leurs relations avec leurs managements. Heureusement les choses commencent à bouger, notamment avec l'obligation récente faite aux sociétés de gestion d'exercer leurs droits de vote en assemblée générale...

Il n'en demeure pas moins que, pour prendre quelques exemples, la plupart des fonds ISR français sont actionnaires de Total, Michelin, ou Saint Gobain. Or, ces groupes apparaissent critiquables au plan d'un voire plusieurs critères ISR :

- Total : par-delà les atteintes à l'environnement et le mépris des populations locales en Bretagne ou à Toulouse, le critère majeur de sanction du groupe reste, à nos yeux, son attitude vis-à-vis de la junte birmane, et son refus de boycotter le pays malgré les appels répétés des démocrates locaux et des organisations internationales de défense des droits de l'Homme. Certes, Total a tenté de se défendre en usant de l'argument classique « du refus de la chaise vide et de la participation critique ou constructive », y compris avec l'aide de l'ancien *french Doctor* Bernard Kouchner. Mais les grandes ONG spécialisées continuent à placer la Birmanie sur la liste de la petite dizaine de pays dans le monde à boycotter ;
- Michelin, au même titre que Lagardère d'ailleurs, continue à vivre sous le régime de la commandite, manifestement étranger aux règles actuelles du gouvernement d'entreprise, qui permet à des familles, souvent actionnaires très minoritaires, de conserver le contrôle quasi monarchique de leur entreprise ;
- Saint-Gobain fait face depuis 1997 à d'énormes litiges sur son passé de producteur de produits contenant de l'amiante et les conséquences gravissimes sur la santé de ses salariés concernés. Or, ses réponses varient considérablement selon l'implantation géographique des usines, alors que ses salariés sont affectés par les mêmes maladies : aux États-Unis, les nombreuses *class actions* contre la filiale locale Certain Teed ont entraîné de lourdes indemnités individuelles, à la hauteur des préjudices subis ; au Brésil, le groupe refuse quasiment d'indemniser, et en France il s'efforce de faire payer des montants, d'ailleurs faibles, par la Sécurité Sociale et ses assureurs.



Les gestionnaires français de fonds éthiques vont prochainement se heurter à un difficile choix : participer ou non à la privatisation d'EDF, futur « poids lourd » de la cote parisienne, et à ce titre destiné à influencer les indices boursiers dont ils n'aiment pas trop s'écarter... Même si les analyses peuvent diverger sur le nucléaire y compris à l'intérieur de la mouvance écologiste, il est un point sur lequel il paraît difficile de transiger : le devenir des déchets nucléaires et le démantèlement des installations irradiées en fin de vie. Or, le *lobby* pro-nucléaire d'EDF va devoir fournir des explications plus convaincantes que celles figurant dans les annexes de son rapport annuel : on y lit, en effet, que les déchets très radioactifs à durée de vie longue sont actuellement stockés et que le groupe attend une décision du Parlement (Loi Bataille) sur leur devenir (*sic*). Or, la plupart des projets d'enfouissement à grande profondeur sont vivement contestés par les populations des régions concernées... De plus, le montant de la provision constituée à fin 2004, soit 3,9 Md€, repose sur des hypothèses anciennes et non détaillées. Quant au problème du démantèlement des 74 réacteurs EPR (European Pressurized Reactor) à partir de 2015-2020, les provisions constituées par EDF reposent sur les travaux de la Commission Peon de 1979 (*sic*) actualisés en 1999 (sans aucun détail), et fixant forfaitairement la déconstruction à 15 % du coût de construction. Ces provisions s'élèvent à 10 Md€ à fin 2004, soit 170 M€ par réacteur, chiffre qui paraît étonnamment faible en regard du challenge technique, industriel et environnemental. À titre d'exemple, le simple sarcophage en cours de construction à Tchernobyl sous l'égide de la BERD autour des 4 réacteurs arrêtés a déjà coûté 1 Md€, et son coût final est estimé à près de 2 Md€, ce chiffre n'incluant pas la remise en état du site du point de vue environnemental. Quant au démantèlement du réacteur endommagé de la centrale américaine de Three Miles Island, il a coûté près de 1 Md\$... Il serait malgré tout surprenant que la plupart des fonds ISR français refusent de participer à la privatisation d'EDF.

In fine, cette attitude frileuse de nombre de gérants français des fonds « éthiques », qui continuent à investir dans des sociétés aussi critiquables, à un niveau ou un autre, permet de mieux comprendre la réserve des particuliers et/ou des médias spécialisés ou proches du secteur syndical et associatif.

UNE ALTERNATIVE : LA STRATÉGIE D'EXCLUSION

Revenant aux sources de l'ISR, la stratégie dite de *negative screening* permet à l'évidence de mieux satisfaire les revendications des investisseurs, qu'ils soient particuliers ou institutionnels, en supposant pour ces derniers qu'ils sont proches du secteur syndical, mutualiste ou associatif. Là où elle est largement appliquée, *i.e.* les pays anglo-saxons,



on commence à en voir les effets, accentués aux États-Unis par la grande vague de moralisation financière consécutive à l'éclatement de la bulle Internet et aux scandales touchant les entreprises comme les professionnels de la finance.

Sanctions individuelles, durcissement de la réglementation et mobilisation des acteurs crédibilisent certains engagements de l'ISR :

- en matière de relations avec les salariés, on voit émerger le problème de l'insuffisance des fonds de pension de nombres d'entreprises à assurer les retraites de leurs salariés ;
- en matière de relations avec la sous-traitance, les campagnes passées de *boycott* de Nike, et aujourd'hui de Wall Mart, entraînent un contrôle accru des donneurs d'ordre, parfois avec la participation de certaines ONG ou fondations ;
- en matière de relations avec l'environnement, on voit émerger tous les problèmes de passifs latents des industries polluantes ;
- en matière de *corporate governance*, la multiplication des motions présentées en assemblée générale, et leur succès croissant, crédibilisent l'activisme actionnarial.

Sur ces différents critères, nombre de fonds internationaux « éthiques » pratiquent à un degré ou un autre la stratégie d'exclusion, avec toutefois deux limites manifestes :

- d'une part, l'élimination de grandes entreprises, voire de secteurs entiers (comme la pharmacie du fait de son attitude sur les génériques dans les pays émergents), porte clairement atteinte au souci de diversification des risques, alors que la théorie traditionnelle de la gestion de portefeuille l'érige en principe de base ;
- d'autre part, le *boycott* d'un certain nombre de grandes sociétés multinationales ou diversifiées amène à se reporter sur les valeurs moyennes, souvent moins critiquables car moins exposées. Mais cela repose le problème de diversification des risques, la prime des valeurs moyennes pouvant provenir d'un moindre suivi ou d'une connaissance limitée, et les exposant à une plus grande volatilité en cas d'accident de parcours. De plus, la liquidité des titres reste une préoccupation compréhensible des grands fonds d'investissement.

En conclusion, les fonds français ISR ne peuvent se plaindre de leur insuccès relatif, car leurs choix de gestion, que nous pouvons qualifier de *canada dry*, paraissent peu mobilisateurs pour les épargnants individuels ou collectifs qui pourraient être concernés. La solution nous paraît reposer sur un retour aux fondements de l'investissement « éthique », qui inclut à un degré plus ou moins prononcé des critères d'exclusion, permettant de faire véritablement pression sur les entreprises.

