

INVESTISSEMENT RESPONSABLE ET RESPONSABILITÉ SOCIÉTALE DES ENTREPRISES : LE RÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

FRANCK SILVENT*

La période récente témoigne d'une crise de confiance de la société civile envers le monde économique et financier : elle est ponctuée de controverses sur l'activité de certaines entreprises (BP, Tepco, Spanghero...) et sur le comportement de certains investisseurs (fonds « vautours »).

Aujourd'hui, il est reconnu que la mise en place d'une approche stratégique de la responsabilité sociétale des entreprises (RSE) est un facteur croissant de compétitivité au long court pour les entreprises¹ : elle permet de mieux anticiper les attentes de la société et d'en tirer des perspectives de croissance, d'optimiser les processus de production en réduisant les consommations coûteuses de ressources et de mieux anticiper les risques et gérer ses ressources humaines. Cette stratégie, si elle est protectrice ou créatrice de valeur au long terme pour les entreprises, a donc vocation à être encouragée par les investisseurs institutionnels. Les investisseurs qui se préoccupent de la performance de leurs investissements en matière de responsabilité sociétale s'engagent eux-mêmes dans une approche de responsabilité. Les investisseurs institutionnels ont incontestablement un rôle crucial à jouer dans la promotion de la RSE. Au travers de l'orientation des capitaux, ils peuvent favoriser le développement des entreprises socialement responsables, mais également encourager la bonne prise en compte des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) par les sociétés dans lesquelles ils investissent au travers d'un dialogue avec ces dernières.

Avant d'évoquer la prise de conscience du rôle des investisseurs dans la promotion de la RSE, par ces derniers et par les pouvoirs publics, il est nécessaire de rappeler en quoi consistent ces notions et leur traduction dans les politiques de gestion d'un nombre croissant d'institutionnels. Enfin seront détaillées les modalités d'accompagnement des entreprises vers la RSE mises en œuvre par un investisseur engagé dans une démarche d'investissement responsable (IR) tel que la Caisse des Dépôts (CDC).

* Directeur du pilotage stratégique, du développement durable et des études, Groupe Caisse des Dépôts.

RSE, ISR ET IR : UNE FINALITÉ COMMUNE DE PRISE EN COMPTE DU DÉVELOPPEMENT DURABLE DANS L'ÉCONOMIE

RSE, ISR, IR : trois concepts pour désigner l'intégration du développement durable dans l'économie

Trois termes traduisent aujourd'hui un même concept : la prise en compte des enjeux du développement durable, et donc des externalités, dans les décisions des acteurs économiques.

La RSE, telle que définie par la Commission européenne en 2006, est l'« intégration volontaire par les entreprises de préoccupations sociales et environnementales à leurs activités commerciales et leur relation avec les parties prenantes ». Pourquoi les entreprises devraient-elles prendre cet engagement ? Parce qu'« à travers la production, les relations avec leurs employés et leurs investissements, les entreprises sont à même d'influencer l'emploi, la qualité des emplois et celle des relations industrielles, y compris le respect des droits fondamentaux, la qualité des biens et des services, et l'environnement. Elles peuvent être acteur de la cohésion sociale et territoriale », indique la Commission en 2001.

Le pendant de la RSE pour les acteurs financiers est l'investissement socialement responsable (ISR), consistant à intégrer des critères ESG dans les décisions de gestion. L'ISR implique une intégration contraignante et systématique de ces critères au processus de gestion financière, depuis l'analyse des titres jusqu'à la décision d'investissement ou de cession.

L'IR est une notion proche, mais plus souple. Il conduit à mettre en place une analyse des principaux enjeux ESG afin d'identifier des risques et/ou des opportunités pour le modèle d'affaires, les opérations et la performance financière d'un investissement.

Que ce soit pour la RSE, l'ISR ou l'IR, la mise en œuvre de ces concepts implique que les caractéristiques ESG soient pleinement intégrées aux systèmes d'évaluation et de pilotage des entreprises et des investisseurs.

L'ISR : de multiples déclinaisons opérationnelles

L'intégration des enjeux ESG aux processus de gestion prend des formes diversifiées selon l'identité, les attentes et les ressources des investisseurs.

La plupart des acteurs de l'ISR combinent plusieurs approches : une approche de sélection positive qui vise à identifier et prioriser les entreprises mieux-disantes à partir des critères ESG (fonds thématiques, *best in class*, *best in universe* et *best effort*) ; une approche d'exclusion consistant à se prémunir

contre les risques, principalement de réputation, en éliminant des titres aux secteurs ou pratiques controversés de l'univers d'investissement ; et enfin, une approche d'accompagnement des émetteurs qui peut prendre la forme de l'engagement ou du dialogue avec les entreprises afin de modifier leurs pratiques ESG.

Tableau 1
Différentes approches opérationnelles de l'ISR

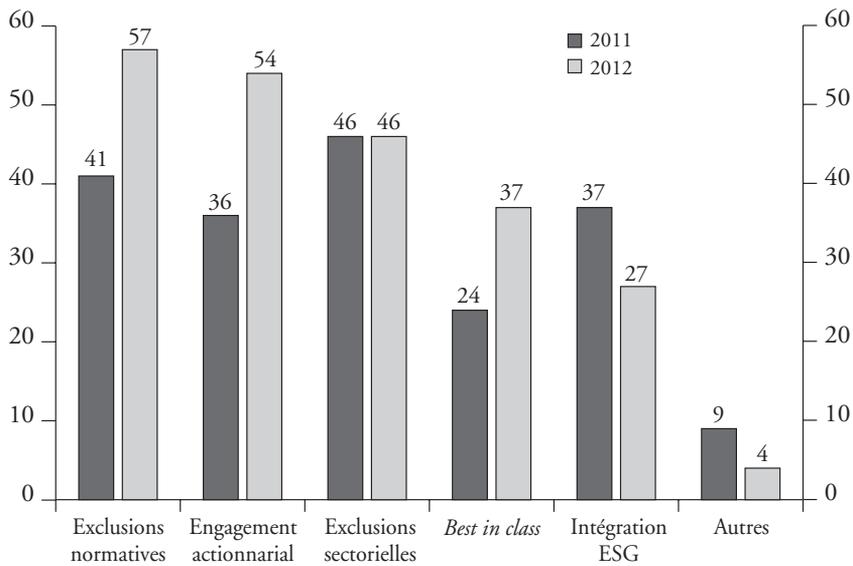
Approche positive	Approche d'exclusion	Approche d'accompagnement
Thématique : sélection des entreprises actives sur des thématiques ou secteurs liés au développement durable (ex : énergies renouvelables)	Sectorielle : une activité de l'entreprise n'est pas considérée comme socialement souhaitable (ex : tabac)	Dialogue : rencontrer systématiquement les émetteurs pour leur présenter des attentes précises d'améliorations au plan ESG et à les suivre dans le temps
<i>Best in class</i> : sélection des entreprises les mieux notées sur les critères ESG au sein de leurs secteurs d'activité	Normative : un fonctionnement est considéré comme non désirable car violant de grandes normes internationales de comportement des entreprises (ex : pollution de l'environnement)	Engagement : exiger des améliorations en matière ESG <i>via</i> le dialogue, mais aussi une communication publique et/ou le vote et le dépôt de résolutions, des actions publiques et/ou des décisions de désinvestissement
<i>Best in universe</i> : sélection des entreprises les mieux notés sur les critères ESG, indépendamment de leur secteur		
<i>Best effort</i> : sélection des entreprises démontrant des efforts d'amélioration de leurs pratiques ESG		

Source : CDC.

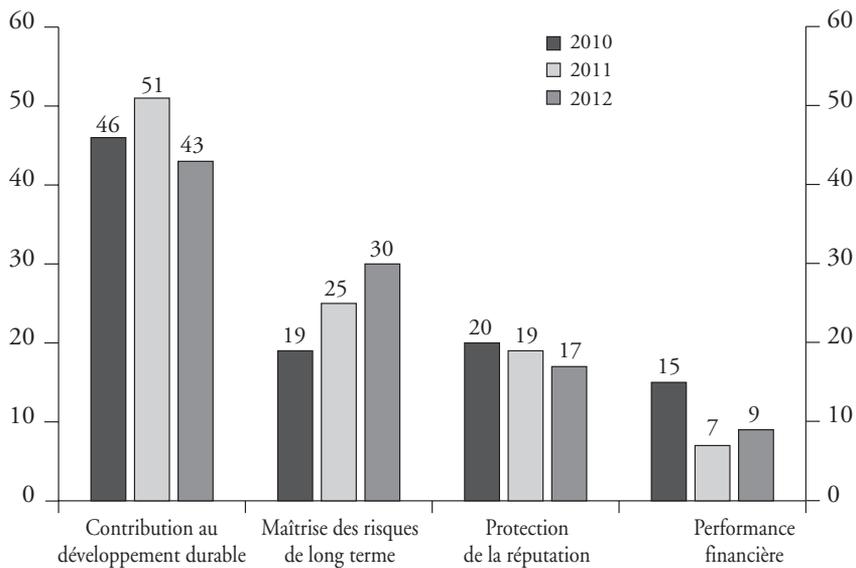
Ces différentes stratégies d'intégration des enjeux ESG peuvent être croisées avec les motivations des investisseurs engagés dans une démarche ISR qui sont de natures diverses (quoique non exclusives) : contribution au développement durable, maîtrise des risques de long terme, protection de la réputation de l'investisseur et soutenabilité de la performance financière.

Graphiques 1 Principales approches des investisseurs institutionnels européens (en %)

Graphique 1a Stratégies déployées



Graphique 1b Principales motivations



Source des deux graphiques: étude réalisée par Novethic auprès de 115 investisseurs institutionnels européens dans onze pays (publication 4 décembre 2012).

Des facteurs culturels semblent également agir : les investisseurs institutionnels nordiques sont à l'origine des exclusions normatives, tandis que les institutionnels anglais privilégient la pratique de l'engagement, les institutionnels suisses ont tendance à combiner exclusion éthique et engagement médiatique et les institutionnels français sont plus enclins à retenir des approches sophistiquées de sélection *best in class*.

UNE PRISE DE CONSCIENCE QUI S'ACCÉLÈRE CHEZ LES INVESTISSEURS ET LES RÉGULATEURS

Une concertation volontaire croissante des investisseurs institutionnels

Les initiatives et les codes volontaires des investisseurs sont devenus des mécanismes importants pour promouvoir les objectifs environnementaux, sociaux et de bonne gouvernance au sein des entreprises. Certains des réseaux constitués autour de ces initiatives ciblent un aspect particulier, comme la gouvernance d'entreprise ou le *reporting* ESG, d'autres sont des lieux de partage de bonnes pratiques entre investisseurs responsables.

Les principes de l'IR : une initiative globale

Dès 2005, la CDC a participé aux travaux qui ont donné naissance aux *Principles for Responsible Investment* (PRI), sous l'égide de l'ONU (Organisation des Nations unies). Il s'agit d'un engagement volontaire s'adressant aux investisseurs afin de les inciter à intégrer les critères ESG dans leur gestion d'actifs. Ses signataires, dont le Groupe CDC fait partie depuis 2006, s'engagent à œuvrer ensemble au déploiement opérationnel des cinq principes pour l'IR suivants :

- intégration des enjeux ESG dans l'analyse des investissements et des décisions de gestion ;
- stratégies actives intégrant les enjeux ESG dans les politiques et les pratiques d'investissement ;
- recherche d'une communication ESG appropriée de la part des entités qui font l'objet d'investissement ;
- travail sur l'amélioration de l'efficacité dans la mise en œuvre de ces principes ;
- *reporting*, pour chacune des activités, des progrès réalisés dans la mise en œuvre de ces principes.

Désormais, un réseau international d'envergure, les PRI comptent 1 172 signataires, dont 273 institutionnels, 719 sociétés de gestion et 180 sociétés de services issus de 50 pays différents.

La multiplication des initiatives volontaires

Des instances collaboratives entre investisseurs, et investisseurs et parties prenantes, se multiplient et rassemblent un nombre croissant d'adhérents. Elles leur permettent d'accéder rapidement à l'information et de partager les bonnes pratiques. Elles contribuent également à délivrer un message plus homogène concernant les attentes des investisseurs responsables en matière de RSE vis-à-vis des parties prenantes, que ce soient les entreprises, les épargnants ou les régulateurs.

Tableau 2
Initiatives volontaires en matière d'IR et d'enjeux ESG

Nom	Échelle	Origine
<i>International Corporate Governance Network</i>	Globale	Financière
<i>Carbon Disclosure Project</i>	Globale	Financière
<i>Enhanced Analytics Initiative</i>	Globale	Financière
Initiative sur la transparence des industries extractives	Globale	Financière
<i>Global Reporting Initiative</i>	Globale	Financière
Standards de l'organisation mondiale du travail	Globale	Intergouvernementale
Principes de gouvernance de l'OCDE	Globale	Intergouvernementale
Principes directeurs à l'attention des entreprises multinationales de l'OCDE	Globale	Intergouvernementale
Initiative finance du programme des Nations unies pour l'environnement	Globale	Intergouvernementale
Pacte mondial	Globale	Intergouvernementale
<i>Institutional Investors Group on Climate Change</i>	Globale	Financière
Principes équateur	Globale	Intergouvernementale
Eurosif	Européenne	Financière
Forum pour l'investissement responsable	Française	Financière

Source : CDC.

Au-delà de la création d'organismes dédiés, ce phénomène de concertation volontaire se traduit également par l'appropriation des concepts d'ISR, d'IR et de RSE par des groupes de place existants. C'est le cas en France de Paris Europlace et à l'international du Club des investisseurs de long terme², dont

la charte constitutive mentionne désormais que ses membres « estiment que les facteurs ESG peuvent avoir un impact sur la performance des portefeuilles d'investissement dans une perspective de long terme et que la prise en compte de ces enjeux peut permettre de mieux aligner les investisseurs avec les objectifs sociétaux ».

Si cette approche d'autorégulation demeure perçue par certains acteurs comme préférable à une approche réglementaire, un nombre croissant d'investisseurs reconnaissent que ces deux canaux ne sont pas exclusifs l'un de l'autre et que les investisseurs doivent jouer un rôle plus proactif dans les débats de politiques publiques, y compris en promouvant une action réglementaire lorsque celle-ci est susceptible d'être la plus efficace. Ainsi, il n'est guère étonnant de constater une montée en puissance des sujets de la RSE et de l'IR dans la réglementation.

Le développement de l'IR et de la RSE dans les politiques publiques

L'action de certains investisseurs ou groupement d'investisseurs a contribué à sensibiliser les législateurs et les régulateurs au besoin d'intégration des données et des caractéristiques ESG dans le *reporting* annuel des sociétés ou des produits d'investissement. C'est le cas en France où la loi Grenelle 2 prévoit, à l'article 225, la publication d'indicateurs extra-financiers applicables aux entreprises cotées ou de plus de 500 salariés ou de 100 M€ de chiffre d'affaires ou de bilan et, à l'article 224, applicable aux sociétés de gestion et OPCVM, un *reporting* sur l'intégration des critères ESG dans les politiques d'investissement. Cette évolution s'observe également aux États-Unis où la SEC a demandé en 2010 aux entreprises de publier leur exposition aux risques liés au changement climatique dans leur rapport annuel.

Enfin, au niveau européen, la Commission européenne multiplie les travaux en faveur de marchés et de systèmes financiers plus soutenables. La communication de la Commission sur la RSE du 25 octobre 2011 encourage l'adoption de codes de conduite et de normes de gestion des entreprises. S'agissant des investisseurs, le plan d'action en matière de gouvernance d'entreprise du 21 décembre 2012 prévoit une plus grande transparence des investisseurs sur leurs activités de vote et de dialogue avec les entreprises.

Parmi les investisseurs institutionnels français, la CDC, investisseur de long terme au service de l'intérêt général, s'est naturellement préoccupée de l'intégration des enjeux de développement durable dans la gestion de ses portefeuilles financiers. Soucieuse de prendre en compte ces enjeux sur l'ensemble de ses activités d'investissement, elle a adopté une démarche d'investisseur responsable recouvrant l'ensemble de son portefeuille d'investissement. De son identité indissociable d'investisseur responsable et de long terme découlent des modalités particulières d'accompagnement des entreprises vers une performance soutenable.

LA DÉMARCHE D'INVESTISSEUR RESPONSABLE DE LA CDC ET SON IMPACT SUR LA RSE DES ENTREPRISES

Les motivations de la CDC

Aux termes de la loi, la CDC constitue un groupe public au service de l'intérêt général et du développement économique du pays. Cette mission se réalise notamment dans son activité d'investisseur.

Elle a ainsi établi plusieurs principes d'actions :

- contribuer à l'intérêt général et au développement économique à long terme en prenant en compte les enjeux ESG dans l'ensemble des activités d'investissement du Groupe ;

- protéger la performance financière à long terme des investissements du Groupe, impérative pour délivrer le rendement attendu sur l'épargne réglementée et maintenir ses fonds propres, en prenant en compte l'impact anticipé de grands enjeux tels que la raréfaction des ressources naturelles, le changement climatique, le développement du capital humain, sur la performance économique et financière des entreprises ;

- pratiquer le métier d'investisseur en cohérence avec les valeurs d'une institution publique, c'est-à-dire en cohérence avec la réglementation française et les grandes conventions internationales ratifiées par la République française recouvrant notamment les droits de l'homme, la protection de l'environnement, le droit du travail et la lutte contre la fraude fiscale.

Le Groupe développe cette approche sur l'ensemble de son portefeuille d'investissement.

Une stratégie de déploiement de l'IR sur deux piliers

La stratégie d'investisseur responsable de la CDC repose sur deux piliers principaux exercés dans l'optique d'investisseur de long terme :

- l'intégration ESG, c'est-à-dire l'analyse par les équipes d'investissement de l'impact de court, moyen ou long terme de quelques grands enjeux ESG sur la performance des entreprises et la prise en compte des conclusions de cette analyse dans la décision d'investissement ;

- le dialogue actionnarial, c'est-à-dire le dialogue direct entre l'actionnaire CDC et les entreprises dans lesquelles il investit. L'identification des risques ESG, sur le fonctionnement de l'entreprise ou issus de l'activité de l'entreprise, peut conduire le Groupe à formuler des recommandations sur la conduite de l'entreprise concernant ces sujets.

Ces principes se déploient progressivement dans les métiers d'investissement du Groupe. Ils sont publiés dans une charte³ qui permet aux entreprises de

prendre connaissance des pratiques et des attentes transversales de l'actionnaire CDC.

Des procédures formalisées d'actionnariat actif au sein de la CDC

L'intégration des enjeux ESG dans la sélection des investissements

La gestion des portefeuilles d'investissement de la CDC repose sur une sélection active de titres : elle s'attache à déterminer les sociétés qui seront les plus performantes en fonction d'un niveau de risque donné.

À ce titre, les équipes de gestion, au-delà de l'analyse financière classique (stratégie, développement sur les marchés en croissance, qualité des produits, « faiseur » de prix...), sont attentives aux risques qui peuvent à terme influencer sur la performance de la société : organisation et indépendance de la gouvernance, relations sociales, exposition aux risques énergétiques et à la rareté des ressources, notamment.

C'est pourquoi les gérants attribuent une part substantielle de leur analyse aux critères ESG qui viennent s'ajouter aux critères financiers pour aboutir à une notation globale de la société, étape décisive dans les décisions d'achat et de vente. Sur certains types d'investissements, où le contrôle est plus important et la liquidité moindre, l'engagement d'amélioration de certaines pratiques est une condition préalable à un engagement de la CDC.

L'intégration des enjeux ESG dans le dialogue activement mené auprès des entreprises en portefeuille

La CDC a mis en place des procédures de vote et de dialogue avec les entreprises dans lesquelles elle est actionnaire.

Actionnaire « actif », elle exerce ses droits de vote dans toutes les assemblées des sociétés cotées dans lesquelles elle investit : durant la saison 2012, elle a ainsi voté dans 240 assemblées générales de sociétés cotées françaises et étrangères⁴. Elle est de plus en plus sollicitée en amont des assemblées, afin de faire connaître ses positions aux sociétés, leur permettre d'identifier les risques de blocage et les conduire à ajuster, ou à revoir, leurs projets de résolution. Celles-ci portent principalement sur des questions de gouvernance d'entreprise. À titre d'illustration, elle a été en contact en 2011 avec 50 % des sociétés du CAC 40.

En outre, les gérants de portefeuilles rencontrent les dirigeants des entreprises françaises et étrangères dans lesquelles ils ont directement investi. Lors de ces échanges réguliers, d'éventuelles faiblesses en matière de gestion des enjeux ESG sont indiquées à l'entreprise et un dialogue constructif est amorcé pour l'inviter à expliciter une situation et améliorer ses pratiques.

Les effets de cette action demeurent conditionnés à la transparence des entreprises sur leurs pratiques et performances ESG

Adopter un comportement d'actionnaires actifs menant un suivi et un dialogue bilatéral engagé, y compris sur des sujets ESG de long terme, a pu susciter des réticences chez certaines entreprises. Les sujets abordés lors des échanges sont souvent sensibles pour l'entreprise, tant du point de vue stratégique que pour l'organisation de sa gouvernance (répartition des pouvoirs, rémunérations des dirigeants...). Le dialogue est ainsi une occasion unique de faire passer des messages explicites sur les attentes et les recommandations de l'actionnaire en matière de RSE. Il permet souvent d'obtenir une amélioration : modification d'une résolution, modification de la structure de gouvernance, mise en place d'outils de suivi des enjeux ESG.

Pour autant, la quantification de l'impact de l'action de la CDC investisseur sur les entreprises est difficile : comment attribuer une décision de non-investissement aux seuls facteurs ESG tandis que la démarche IR repose sur une évaluation globale de la société ? Comment distinguer l'influence du Groupe de celle des autres investisseurs aux exigences potentiellement similaires ? Faut-il procéder par analyse contrefactuelle ? et comment ? Comment intégrer la question du degré de contrôle ? Autant de questions qui témoignent des difficultés méthodologiques à évaluer l'impact global de la démarche d'un investisseur responsable sur les pratiques de RSE des entreprises.

L'approche d'analyse globale repose sur la parfaite connaissance des sujets de gouvernance et de contrôle de chaque société, sur sa stratégie à moyen long terme et sa mise en œuvre opérationnelle, et donc sur les risques et les opportunités tant du point de vue financier que s'agissant des aspects ESG. À ce titre, la communication financière et extra-financière de la société doit permettre à l'investisseur d'effectuer ses choix de manière éclairée, que ce soit pour les documents présentés à l'appui du vote des résolutions présentées en assemblée générale ou dans le *reporting* extra-financier de la société. Le faible degré de standardisation des données ESG constitue donc une barrière à la bonne évaluation de la performance relative d'une entreprise vis-à-vis de ses pairs.

NOTES

1. Voir en ce sens, à titre d'exemple, la communication de la Commission européenne au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions : « Responsabilité sociale des entreprises : une nouvelle stratégie de l'UE pour la période 2011-2014 », 25 octobre 2011.
2. Fondé en 2010 à l'initiative de la CDC, de KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau), de la CDP (Cassa Depositi e Prestiti) et de la BEI (Banque européenne d'investissement), le Club des investisseurs de long terme réunit aujourd'hui dix-sept membres répartis sur les cinq continents.
3. La charte investissement responsable est disponible sur le site : www.caissedesdepots.fr/fileadmin/PDF/03_developpement_durable/charte_investissement_responsable_cdc.pdf.
4. Du 1^{er} janvier au 31 juillet 2012.