



QUELLES PERSPECTIVES POUR L'ISR ?

NICOLE NOTAT *

L'investissement éthique séduit et intrigue. Son pouvoir de fascination provient de l'ambition de ses acteurs à monter des portefeuilles de placement faisant la part de l'eau et du feu, de la morale et de l'argent. Défini au sens large il a dépassé les 300 Md€ en Europe (soit environ 8 % des encours action) ; aux États-Unis, ses encours sont estimés à 3 000 Md\$ (12 % des encours action). Développé en Amérique du Nord et en Grande-Bretagne depuis plus d'un siècle, et acceptant alors les *moins-values* financières pour contrepartie de ses choix, il a commencé par de la sélection négative contre des produits ou des secteurs, avant de se diversifier dans de l'appui à des causes précises. Il se développe en Europe Continentale, où il est associé, au début des années 2000, à des doctrines d'emploi ne visant plus seulement à choisir l'éthique avant la rentabilité, mais à sécuriser cette dernière par la prise en compte de risques sociaux, environnementaux ou sociétaux dans ses choix de placements. Cette nouvelle approche donne lieu au concept d'investissement socialement responsable.

Derrière l'engouement et la dynamique des chiffres apparaissent donc des techniques différentes et des philosophies distinctes. L'investissement éthique est délimité. L'investissement socialement responsable peut lui, sembler relever du contresens à des dirigeants d'entreprises jusqu'ici protégés par le consensus de Milton Friedmann selon lequel leur seule responsabilité, à la fois possible et pratique, est de maximiser le profit des actionnaires. Il est, en revanche, plus familier à ceux qui

* PDG de Vigeo, agence européenne de notation sociale.



attribuent à l'entreprise un rôle social sans modifier pour autant sa finalité traditionnelle.

Il peut, de même, soit être réputé extérieur à la compétence des gérants de capitaux ou bien être considéré par eux comme un levier d'innovation.

Ce type d'investissement soulève à l'évidence des questions de fond. Sur quoi, au juste, se fonde-t-il ? Quelles sont, au final, ses vocations : se développer comme un segment compartimenté de la gestion financière classique, ou bien agir comme facteur de transformation de cette dernière ? Entre ces deux horizons, se trouvent posés les enjeux de sa rentabilité, de son influence sur le comportement concret de l'entreprise et, au final, de sa crédibilité et de son professionnalisme.

Pour y répondre, il convient de porter une sérieuse attention à la notion de responsabilité sociale. Celle-ci s'installe au cœur des enjeux de gestion, qu'il s'agisse de gestion des entreprises ou de gestion des placements financiers. Cette idée oppose, autour de la notion de parties prenantes (*stakeholders*), une multitude d'écoles de pensées qu'il est schématiquement possible d'ordonner en deux pôles.

DE L'ÉTHIQUE DE CAUSE À LA GESTION DES RISQUES DE RESPONSABILITÉ SOCIALE

Le premier pôle, que d'aucuns qualifient de « militant », est porté par la *conviction* que la maximisation des profits n'est légitimement acceptable qu'à la condition que des intérêts sociétaux plus larges que ceux des actionnaires soient pris en compte, respectés, voire promus par l'entreprise et/ou par ses investisseurs. Dans cette perspective, investisseurs et gérants agissent en dépositaires des visions et des préférences sociétales de leurs mandants. Ce type d'investissement donne lieu à l'exclusion (sélections négatives) de titres en raison de leurs secteurs d'activité, de la nature de leurs produits ou de leurs lieux de production (tabac, alcool, armements, pornographie, tel ou tel médicament, tel ou tel régime raciste ou autoritaire comme l'apartheid hier ou la Birmanie aujourd'hui, les tests animaliers...). Dans le même esprit, il a permis le développement de fonds dévolus à des causes déterminées de type « fonds verts », « droits de l'homme » (sélection positive). Autre variante, les fonds « solidaires » ou de « partage », dont un grand nombre est conçu indépendamment de considérations sur les titres qui les composent, distribuent tout ou partie de leurs revenus à des parties prenantes particulières et sur des objectifs très ciblés.

Ces démarches d'investissement au service de *causes définies* s'adressent à un segment d'épargnants précis dont les préférences sociétales,



les convictions philosophiques, religieuses ou politiques priment sur la maximisation de la valeur. Elles ne visent pas la transformation de la gestion financière classique. Elles ont vocation à garder leur caractère spécifique et leur développement autonome.

C'est par une seconde approche que, indépendamment de tout jugement sur les secteurs ou les produits, la notion de responsabilité sociale d'entreprise est en train de faire émerger - comme son pendant dans l'ordre de la gestion financière - le phénomène de l'investissement socialement responsable.

Ce mouvement est dynamisé par une série de facteurs où se conjuguent les orientations des institutions internationales, la réglementation en faveur du développement durable, les pressions de la société civile et les initiatives des entreprises elles-mêmes. La responsabilité sociale devient un paramètre d'appréciation des risques managériaux et un vecteur de placement financier. Elle a pour rationalité que l'optimisation des profits n'est techniquement garantie et durable qu'à la condition que l'entreprise s'engage à prendre en charge, et à réduire, les externalités sociales et environnementales porteuses pour elle de risques juridiques, de réputation et d'acceptabilité sociétale de ses activités, produits et services, de cohésion, de transparence, d'efficacité et, au final, de risques financiers. Dans cette vision, la firme socialement responsable optimisera l'intérêt des actionnaires en intégrant les dimensions sociales, environnementales et de gouvernance à ses objectifs et ses indicateurs de performance. La prise en compte managériale des intérêts et des attentes des parties prenantes est ici considérée comme un moyen (*stakeholder management*) en vue d'une fin (*corporate performance*) et constitue un art de gestion des risques.

C'est ce deuxième courant qui porte le développement de l'investissement socialement responsable là où il s'affirme, en Europe en général et en France en particulier.

CLARIFICATION DU RÉFÉRENTIEL ET APPROCHE DES PRATICIENS DE L'ISR

Il soulève, dans son sillage, de nouvelles questions : qui peut dire ce que sont les attentes et les intérêts des parties prenantes en question ? Existe-t-il des parties prenantes plus stratégiques que d'autres, et toute attente d'une partie prenante est-elle opposable à l'entreprise ? Les gérants de capitaux, les investisseurs et les dirigeants d'entreprise ont-ils légitimité, en lieu et place de la norme publique, à définir les priorités sociétales et, de plus, à y allouer des ressources qui ne leur appartiennent pas ?



Attentive à ces questions au moment de la création de Vigeo, j'ai considéré que le référentiel d'analyse d'une agence de notation évaluant le niveau de responsabilité sociale des entreprises devait être adossé à ce qui est aujourd'hui le plus universellement opposable aux États, mais aussi aux entreprises et aux parties prenantes. Cette base d'opposabilité se trouve dans les objectifs et recommandations assignés, même indirectement, aux entreprises par la norme publique internationale. Elle est émise par l'OIT, l'ONU, l'OCDE, l'OMS... dans des domaines où la responsabilité des firmes est d'autant plus sensible et attendue qu'elles agissent sur un marché mondial et globalisé où elles font figure d'acteurs clés. Ces objectifs recouvrent le respect des droits humains fondamentaux sur les lieux de travail et dans la société, la valorisation des ressources humaines, le respect de l'environnement, la prise en compte des standards sociaux et environnementaux dans la chaîne d'approvisionnement, la relation responsable au client, la transparence du gouvernement d'entreprise et l'engagement sociétal. Le rôle d'une agence de notation sociale est de fournir sur ces domaines des informations aux gérants de capitaux et aux investisseurs afin qu'ils construisent leurs choix de placement, en fonction de leurs mandats et de leurs critères de sélection et de pondération.

4

Les pratiques européennes de la gestion d'actifs sur critères de responsabilité sociale sont en phase expérimentale. Comme dans le dilemme du prisonnier, les gérants ne peuvent prendre le risque de ne pas en être et quasi tous ont développé des produits « développement durable » ou « socialement responsables ». Les incitations réglementaires pour la prise en compte de la transparence, dans la gestion d'actifs, de critères sociaux et environnementaux, apparues dans certains pays comme la Grande-Bretagne, l'Allemagne ou la France, ou encore les Pays-Bas, demeurent très souples mais favorisent le mouvement. À cet égard, la nature des régimes de retraites constitue un réel facteur de différenciation : là où existent des systèmes privilégiant ou introduisant la capitalisation, qu'ils relèvent de systèmes d'entreprises ou de systèmes publics, les critères sociaux et de gouvernance ont fondamentalement vocation à gagner en audience. Il y a, à cet égard, de vraies attentes en France avec le Fonds de réserves pour les retraites. L'intervention des syndicats *via* le CIES (Comité intersyndical de l'épargne salariale) en faveur de l'ISR, connaîtra nécessairement des prolongements en France sur l'orientation et la gestion des plans d'épargne d'entreprise.

Le développement de l'ISR emprunte aussi la voie de « l'engagement actionnarial » ou « activisme actionnarial » à travers le dépôt et le vote de résolutions dans les assemblées générales des entreprises et la création d'une dynamique de dialogue et d'intervention des représentants des épargnants dans les agendas des dirigeants.



Encouragées par les autorités de régulation, relayées en France par le législateur, ces pratiques vont s'amplifier au-delà du gouvernement d'entreprise qui en constitue aujourd'hui l'épine dorsale.

DE LA CRÉDIBILITÉ ET DE L'EFFICACITÉ DE L'ISR

L'ISR donne-t-il l'assurance que les « entreprises socialement responsables » garantissent plus que les autres sécurité et bonne performance des placements, et ce malgré la réduction de l'univers d'investissement ? Ses partisans rêvent de le démontrer ! Le bon sens voudrait que soit positivement et réciproquement corrélées performance financière et responsabilité sociale de toute entreprise. Des études concluent que, faute de garantir une surperformance boursière, au moins l'ISR ne pénalise-t-il pas la performance de ses propres portefeuilles au regard de celle des univers d'investissement de référence classiques. Il est nécessaire de développer et d'approfondir ces recherches, dans la durée, pour répondre finement à cette question avec le recul nécessaire. Mais, qu'il soit déjà démontré que la prise en compte rationnelle des intérêts des *stakeholders* ne nuit pas à l'intérêt de l'actionnaire est une bonne nouvelle pour tous ceux qui se montrent encore sceptiques ou tout simplement prudents à l'égard de cette approche.

Dans ces conditions, certains s'interrogent légitimement sur l'opportunité de cantonner l'ISR à son cadre de gestion autonome et somme toute marginale, ou s'il ne faut pas l'inclure comme outil technique de la gestion classique (dite *mainstream*), et à tout le moins, en faire un axe de diversification des placements.

Il est inéluctable que la gestion financière classique se transforme sous le poids de l'exigence croissante de transparence et d'informations relatives à la responsabilité sociale des entreprises. Mais cette nécessité soulève la question technique de la convertibilité des informations dites extra-financières en indicateurs tangibles et comparables. Un tel phénomène est avancé sur les questions de gouvernance, il est en cours sur d'autres enjeux qui mettent la responsabilité et la réputation de l'entreprise à l'épreuve. S'il est entendu qu'une bonne connaissance de l'entreprise est indispensable à l'appréciation du risque financier, et que cela suppose un élargissement de l'analyse à des critères extra-financiers, il reste que le maniement de ces derniers est incertain. Les investisseurs doutent de moins en moins de l'importance de ces critères, mais leur impact sur la rentabilité des placements est à ce stade insuffisamment démontré pour emporter leur pleine adhésion¹.

Du côté des entreprises, il est de plus en plus reconnu que l'engagement managérial sur des objectifs tangibles de responsabilité sociale améliore leur efficacité, accroît leur compétitivité et les protège de

risques non négligeables, il est également moins aisé de quantifier ces derniers de manière rigoureuse et convaincante.

Le processus ne fait donc que commencer. Au-delà des controverses de principe sur l'avenir de l'ISR cantonné à son cadre de gestion autonome ou intégré comme outil technique de la gestion *mainstream*, il convient de prendre la mesure des enjeux qui conditionnent dans l'un et l'autre cas, sa crédibilité, son efficacité et donc son potentiel réel d'innovation. L'identification des externalités les plus porteuses de risques réels ou potentiels pour l'entreprise - parce que source d'impacts significatifs et sensibles sur telle ou telle partie prenante - doit faire l'objet d'une attention d'autant plus étroite que la perception et l'acceptabilité de ces externalités sont elles-mêmes très évolutives. Du côté des entreprises, la production d'informations fiables, exploitables et comparables devra s'organiser et se généraliser, pendant que les gérants d'actifs devront fournir un gros effort de transparence sur les principes, les techniques et les résultats de leur approche autonome ou intégrée de l'ISR. Quant aux agences de notation, elles ont à relever le défi du professionnalisme et de la rigueur de leur méthode d'analyse. Si des progrès en ce sens sont déjà perceptibles, leur capacité d'adaptation à des exigences en rapide évolution constitue une obligation et un beau challenge.

6

L'espoir suscité par l'intégration de critères extra-financiers dans une gestion d'actifs soucieuse de responsabilité sociale, commande, à ce stade, de ne pas opposer radicalement approche autonome de l'ISR d'un côté et gestion intégrée dite *mainstream* de l'autre. Cette dernière, pour sa propre crédibilité, a besoin des apports de la première, laquelle doit encore se perfectionner. C'est une bonne raison pour que l'ISR, au-delà d'un succès d'estime tout à fait mérité, devienne l'objet d'engagements plus marqués en faveur de son développement, mais aussi d'analyses systématiques et rigoureuses.

NOTE

1. Cf. Rapport Novethic - Amadeis, décembre 2004.