



# ISR : UN CONCEPT EN DEVENIR

THIERRY DEHEUVELS \*

L'Investissement socialement responsable (ISR) s'inscrit dans le cadre du développement durable. Ce dernier correspond à la recherche d'un équilibre entre la cité au sens politique, l'environnement et l'économie ; l'Homme étant bien entendu au cœur de ce triangle. La recherche d'un développement durable implique un équilibre entre ces trois pôles.

## *L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE (ISR)*

### *ISR et développement durable : une approche complémentaire de la création de valeur*

L'ISR a ainsi pour objectif de prendre en compte le rôle de l'entreprise dans son influence sur cet équilibre, et de mesurer l'impact de ce comportement sur la richesse de l'entreprise. Cela pour au moins deux raisons :

- d'une part, l'entreprise est aujourd'hui une puissance économique que l'on ne peut plus ignorer. En effet, parmi les 100 plus grandes puissances économiques mondiales, 51 sont aujourd'hui des entreprises. Certaines entreprises sont plus puissantes que des pays tels que le Portugal ou la Belgique... De plus, les entreprises transnationales, ne sont plus dépendantes d'un environnement réglementaire et législatif national. Ainsi, peuvent-elles délocaliser et/ou déplacer leurs centres financiers ou de production, en fonction notamment du contexte législatif fiscal ou économique mondial. Il est donc désormais nécessaire de raisonner en prenant en compte le niveau transnational et mondial de la responsabilité et de la puissance de l'entreprise ;

\* Membre du Directoire d'AGF AM, président de la Commission ISR de l'AFG.

L'auteur remercie Servane Pfister et Carlos Pardo pour leurs concours à la rédaction de cet article.



- d'autre part, les investisseurs doivent prendre en compte l'évolution profonde du calcul de la valeur de l'entreprise. Entre 1930 et 1950, dans les comptes d'une entreprise, les actifs tangibles - machines, locaux, biens matériels... - représentaient environ 70 % de la valeur des sociétés. Aujourd'hui, ces actifs n'en représentent plus que 15 %. Ainsi, lorsque l'analyste financier examine le bilan d'une entreprise dans le but d'y investir, il ne capte qu'une fraction de la valeur réelle de cette entreprise. Même si les ratios financiers sont de très bons indicateurs de la santé des entreprises, ils ne captent pas la valeur des Hommes qui y travaillent, la valeur de leur savoir-faire, les problèmes qu'entraîne leur pyramide d'âges, la capacité de l'employeur à attirer et retenir des talents, la part de marché qu'une société peut avoir, la réputation ou la notoriété qui permettent de vendre les produits, la qualité de ces produits, l'impact sur l'environnement, la qualité de la gouvernance... Il y a donc toute une série de « valeurs extra-financières » que l'analyste classique n'intègre pas dans ses évaluations de richesse ou de risque d'une entreprise. La prise de conscience de la nécessité d'intégrer ces critères extra-financiers dans la décision d'investissement par les analystes ne date que de quelques années.

### *Intégration de critères extra-financiers dans la décision d'investissement*

2

L'ISR est ainsi une prise en compte, dans la décision d'investissement, de critères extra-financiers relatifs à l'entreprise et pouvant peser sur l'équilibre du triangle qui sous-tend le concept de développement durable et sur la valeur de l'entreprise. L'historique de cette approche est pour le moment très court. De plus, chaque pays a sa propre approche héritée de ses spécificités culturelles. Il existe même beaucoup de différences, sur un même critère, entre des approches encore non standardisées dans les différents pays. On peut aussi constater dans certains pays une plus forte dominance des critères sociaux, alors que dans d'autres pays, ce sont plutôt les critères environnementaux qui seront pris en compte... En Europe du Sud, que ce soit en France ou plus récemment en Italie ou même en Espagne, le caractère social, la responsabilité sociale de l'entreprise, a pris une place prépondérante dans l'analyse extra-financière. En France l'existence depuis plusieurs années d'un rapport « ressources humaines » publié par les entreprises contribue à cette approche sociale de l'ISR, de même que l'action du Comité intersyndical pour l'épargne salariale (CIES). Parmi les pays ayant mis un accent plus fort sur l'environnement, on retrouve, en premier lieu, l'Allemagne et les pays nordiques, dont la Hollande. D'autres encore axent leur analyse extra-financière sur des critères d'exclusion et intègrent des connotations éthiques dans leur gestion : on retrouve dans ce



groupe, principalement les États-Unis et la Grande-Bretagne. Quels que soient l'orientation et le poids spécifique historiques des critères privilégiés dans les différents pays, il y a toutefois, une tendance à la convergence pour la prise en compte globale de ces multiples critères extra-financiers, ainsi qu'une tentative de standardisation avec, par exemple, la GRI (Global Reporting Initiative).

*DE L'APPROCHE « BEST IN CLASS »  
À L'APPROCHE « BEST EFFORT »*

L'approche ISR recouvre plusieurs styles de gestion différents qui, parfois, se combinent : l'approche *best in class*, l'activisme, l'exercice des droits de vote... L'exclusion est fondée sur des considérations éthiques et morales. Ces fonds dits éthiques ne sont que l'une des composantes de l'ISR qui repose sur des données probablement moins liées à la performance financière de l'entreprise qu'à des considérations religieuses morales spécifiques de l'investisseur. Ils ont été les précurseurs des fonds ISR - développement durable apparus vers la fin des années 1980.

*L'approche « best in class »*

Aujourd'hui les principaux fonds ISR, investissent plutôt suivant une gestion *best in class*. Cette dernière, par opposition aux fonds d'exclusion, refuse d'exclure certains secteurs sous prétexte qu'ils ne respectent pas certains critères, par exemple s'ils sont polluants... Selon cette approche, il n'est pas pertinent, par exemple, pour un gestionnaire de fonds de s'interdire d'investir dans les secteurs de la chimie, de la construction automobile ou encore dans le secteur pétrolier, même s'ils ont un impact environnemental important. L'ISR ne se traduit pas par un refus du progrès technique : il faut bien que l'on ait une voiture, que l'on mette de l'essence dedans... Au contraire, les gestionnaires ISR vont rechercher les meilleurs dans leur secteur, c'est-à-dire les entreprises qui favorisent le plus le développement d'énergies renouvelables, qui cherchent à diminuer au maximum la pollution qu'elles produisent, et même, sans être les meilleures, celles qui font les meilleurs efforts.

*L'approche « best effort »*

En effet, au-delà de cette approche *best in class*, est apparue l'approche *best effort* plus conciliable avec les contraintes de construction financière des portefeuilles car élargissant l'univers d'investissement.

Les investisseurs orientent leurs choix vers des entreprises qui marquent le plus leur volonté d'améliorer leur situation sur le plan social, environnemental, de gouvernement d'entreprise... Actuellement cette



approche *best effort* est celle qui se développe le plus. En effet, les financiers sont également pragmatiques et cherchent à concilier au maximum risque et rentabilité. L'investisseur, par cette approche, encourage les entreprises afin qu'elles évoluent dans le sens recherché de l'amélioration de leurs comportements. Cette évolution de la conception socialement responsable de l'investissement et sa diffusion correspondent en quelque sorte à une « l'ISRisation » de l'investissement.

L'émergence de cette approche a été rendue possible parce que l'information dont avaient besoin les investisseurs pour orienter leurs choix était de plus en plus disponible. Au départ, les agences de notation ont commencé à rassembler cette information, puis les entreprises commençant à comprendre l'attente des investisseurs y ont répondu, et ainsi, un historique de cette information a pu être constitué. Différentes incitations réglementaires - dont la loi NRE en France - ont également favorisé cette évolution. Les questionnaires des analystes se sont affinés, ont été différenciés par secteur, par type d'entreprise... Les entreprises ont elles-mêmes pris conscience de l'intérêt que pouvait représenter le fait de communiquer sur ces points-là, à la fois pour la communication interne, et vis-à-vis des investisseurs dont le poids est de plus en plus important. Des courtiers influencés par des investisseurs ont aussi commencé à intégrer ces éléments extra-financiers dans leur analyse. Petit à petit, les choses se sont améliorées, rationalisées et une dynamique s'est instaurée. Nous sommes toutefois encore très loin de quelque chose de totalement convergent et abouti. Ce domaine se crée, se développe chaque jour. Cependant, dès lors qu'un historique existe, l'analyse de la dynamique d'évolution est possible. C'est ce qui a favorisé le passage du *best in class* - analyse statique de la situation - au *best effort* - ou analyse dynamique des investissements disponibles.

À la limite de l'ISR, certains investisseurs - principalement anglo-saxons - doutant de l'impact sur la valeur, en tout cas à court terme, des aspects du comportement environnemental et societal des entreprises, ont décidé de n'apporter aucune restriction à leurs choix de placements, substituant une action moralisatrice vis-à-vis de l'entreprise à un impact sur leur choix d'investissement. Ils accompagnent leur placement d'une démarche visant à influencer le comportement de l'entreprise dans le sens de plus de respect des critères environnementaux ou sociaux. L'investissement a donc lieu quelque soit le niveau des critères ISR, mais le gestionnaire agit de façon à ce que le comportement de la société change, et il fait pression sur cette dernière en attirant l'attention des investisseurs sur la démarche adoptée. C'est l'« *engagement* », concept traduit en France sous une forme un peu différente qu'est celui d'activisme actionnarial. On atteint néanmoins ici une limite de l'ISR, car



les critères non financiers n'interviennent plus dans la décision d'investissement et l'évaluation financière des placements.

*Vers une adéquation de l'offre aux attentes du marché*

Au-delà de la gestion de portefeuilles socialement responsables se pose la question de l'adéquation de l'offre à l'attente de l'investisseur. Jusqu'ici, les gérants de fonds ISR ont eu une approche de producteur et n'ont pas eu suffisamment d'empathie pour se mettre à la place du souscripteur. Or, aujourd'hui, un souscripteur choisit un fonds qui correspond à son attente culturelle, personnelle. Il attend bien évidemment de la performance financière, mais il souhaite également que son placement corresponde à certaines de ses convictions, parfois de ses valeurs. Ainsi, s'il souhaite que son épargne ait véritablement une action sur la protection de l'environnement, il recherchera un fonds axé sur les critères environnementaux... Jusqu'à présent, la quasi-totalité des fonds affichent des profils trop larges et non spécifiques. Très peu de fonds affichent de manière spécifique leurs critères de gestion, tels que la protection de l'environnement, la protection de l'emploi salarié ou encore les principes de gouvernement d'entreprise... Des développements sont actuellement en cours dans certains pays. En France, par exemple, le guide de transparence mis en place entre l'AFG et le Forum pour l'investissement responsable (FIR) devrait contribuer de manière décisive dans ce domaine. En effet, les fonds ISR acceptant d'adopter ce code vont devoir désormais mieux préciser leurs critères ISR dominants. Le client aura ainsi une information plus riche et plus pertinente sur les objectifs de ces fonds, leur performance et leurs principaux critères de sélection. La grande majorité des sociétés de gestion devraient adhérer à ce code de transparence, même si cela n'est pas obligatoire, ce qui devrait faciliter les analyses comparatives. L'offre devrait ainsi se spécialiser pour se rapprocher de la demande, répondant ainsi au mieux aux attentes du marché. Ce code, de plus, a une envergure européenne et, par ailleurs, des cabinets juridiques ont validé le fait que les gérants n'étaient pas obligés de rechercher la performance maximum, mais pouvaient intégrer des critères ISR dans leur gestion sans que cela leur soit reproché.

*L'ISR : UN CONCEPT QUI SE FORME PROGRESSIVEMENT*

L'investisseur, en tant qu'actionnaire est l'une des parties prenantes (*stakeholders*) de l'entreprise. Mais, il existe, autour de l'entreprise, d'autres parties prenantes : les clients, les fournisseurs, les salariés, la cité... En tant que partie prenante actionnariale, l'investisseur souhaite obtenir un « bon » rendement sur ses placements. Son approche est ISR



s'il intègre que, dans le long terme, une entreprise qui ne respecterait pas un équilibre entre ses parties prenantes pourrait se mettre en péril elle-même et pourrait mettre en péril tout investissement dans cette entreprise. Le souci de l'investisseur ISR se traduit par le respect de l'équilibre entre les parties prenantes. Ainsi, par exemple, une entreprise qui déciderait de favoriser au maximum l'actionnaire, au détriment du salarié, de sa rémunération, de sa fidélisation, pourrait prendre le risque de perdre ses éléments de valeur, ses cadres les plus créatifs et entrepreneurs, se condamnant par là même, à terme, à disparaître ou à subir des dysfonctionnements. Le Forum de l'investissement socialement responsable mène une réflexion sur la redécouverte de la notion de l'*affectio societatis*, au-delà de l'aspect juridique. En la matière, l'ISR peut être une réponse vis-à-vis du salarié, parce qu'une entreprise qui apporte des valeurs et une vision de long terme est susceptible de créer tout naturellement l'*affectio societatis* nécessaire pour arriver à garder ses meilleurs éléments tout en valorisant son capital humain.

De même, une entreprise se mettrait en péril en décidant de favoriser sa marge sur les produits, en diminuant la qualité de ses produits. Il est donc nécessaire de rechercher un équilibre entre la qualité, le prix, le client...

6

Vis-à-vis de la cité, l'engagement de l'entreprise est moins visible aujourd'hui, mais une entreprise qui ne se préoccupe pas de la dépollution qu'implique son activité, que ce soit sur le terrain, dans l'air, dans l'eau,... risque, à terme, de mettre son activité en péril et d'affecter sa valeur pour l'actionnaire. Aujourd'hui, l'entreprise ne paie pas tout ce qu'elle devrait et considère bien souvent que les ressources environnementales sont mises quasi gratuitement à sa disposition par la cité. Or, à un moment donné, cela ne sera plus vrai. L'investisseur doit donc se préoccuper, dès maintenant, du comportement socialement responsable de l'entreprise sur le plan de l'environnement, de l'évolution de son « empreinte écologique »<sup>1</sup>, parce que, si aujourd'hui elle paie peu pour la mise à disposition de ses ressources, à partir du moment où la ressource naturelle deviendra plus rare, la facture sera plus élevée. Le protocole de Kyoto sur le CO<sub>2</sub> montre bien le coût que cela peut représenter pour certaines entreprises<sup>2</sup> (ou l'avantage ainsi que le cas Rhodia vient de le montrer).

Si les investisseurs prennent ce choix de l'ISR, c'est que la pérennité de l'entreprise est en jeu dans le respect de cet équilibre entre les parties prenantes. Une entreprise qui aura une visibilité relativement longue, avec une gouvernance d'entreprise de qualité, garante de cette visibilité et pour laquelle sa capacité, par le respect de cet équilibre et son maintien, à évoluer dans un environnement changeant n'est pas mise en question, sera un investissement intéressant. Et plus sa visibilité



sera importante, plus les incitations à y investir seront fortes. En effet, de plus en plus, l'investisseur réalisera ses placements dans une optique à long terme, et ceci d'autant plus qu'aujourd'hui, dans nos pays, la nécessité d'épargner pour son futur devient prégnante et l'horizon d'investissement s'allonge. Ceci ne veut pas dire que l'investisseur ignorera le court terme. C'est là toute l'ambiguïté de marché que connaissent aujourd'hui les investisseurs. Cette ambiguïté est forte pour plusieurs raisons : l'investisseur est conduit à regarder les performances sur des périodes très courtes ; les indices de référence sont calculés sur des périodes courtes ; l'information financière porte également sur de courtes périodes. Les gestions classiques actuelles sont très court-termistes. Or, l'investissement implique de croire au développement d'une entreprise, à un projet. Avec « l'ISRisation » de la gestion, la tendance semble être à un retour vers la véritable notion d'investissement, c'est-à-dire la participation au développement d'un projet et une optique à long terme.

#### *PERFORMANCE DES FONDS ISR ET GESTION DES RISQUES COURT TERME*

Quand les fonds ISR sont apparus en France dans les années 1990, leurs promoteurs ont fait l'erreur de promettre des performances à court terme. Il était, de plus, difficile d'analyser les sociétés selon les critères ISR par manque d'information. La facilité a donc été de constituer des portefeuilles dans les secteurs des technologies, des médias et des télécommunications pour leur caractère peu polluant. Ainsi, beaucoup de fonds ont investi sur ces secteurs qui ont eu au départ d'excellentes performances. Mais, après l'éclatement de la bulle, en 2001-2002, les performances de ces fonds se sont avérées les moins bonnes. La problématique de construction de ces portefeuilles était trop sectorielle et pas assez attentive à la notion de risque et d'horizon de placement. Toutefois, le mal avait été fait car de nombreux débats avaient eu lieu sur la performance court terme des fonds ISR. Aujourd'hui encore il est difficile de convaincre que l'ISR n'a aucune raison d'apporter de la sur-performance à court terme. Intuitivement, le sentiment est que ce type de gestion peut apporter de la performance à long terme, de la pérennité dans l'investissement.

Sur un plan académique, il n'est pas encore prouvé que la gestion ISR apporte cette sur-performance, mais il n'est pas non plus prouvé qu'elle en retire. Les critères non financiers auxquels ce concept d'ISR fait appel, seront de plus en plus partie intégrante de l'analyse financière classique pour la détermination de la valeur et de moins en moins considérés comme des filtres séparés. De plus aujourd'hui, même



sur un univers plus restreint, le gérant a à sa disposition des outils qui lui permettent de construire des portefeuilles ayant le même niveau de risque et la même espérance de rentabilité que des portefeuilles classiques construits sur un univers peut être plus large, mais sans critères ISR.

Par ailleurs, une nouvelle approche, plus court-termiste, d'envisager l'ISR apparaît actuellement et vise à éviter des accidents boursiers. L'analyse des accidents passés - Enron, Parmalat - permettrait de mettre en évidence les indicateurs qui auraient pu permettre d'identifier préalablement les problèmes. Dans le même ordre d'idée une étude du ministère de l'Industrie montre que, dans certains cas, le non respect de règles de gouvernement d'entreprise<sup>3</sup> était un signal important et leur prise en compte aurait permis d'éviter certains de ces accidents. Ainsi, le fait qu'il n'y ait pas de comités d'audit indépendants, le fait qu'ils ne se réunissent pas, le fait qu'il n'y ait pas suffisamment d'administrateurs indépendants dans un conseil, le fait qu'il y ait trop de relations personnelles, notamment familiales, entre les membres d'un conseil, constituent en soi des indicateurs potentiellement négatifs. De même, le fait d'avoir des taux de rotation du personnel importants dans l'entreprise, un nombre élevé d'accidents du travail, sont également des indicateurs de performance et de risque. Il serait ainsi possible de doter les analyses d'un certain nombre d'indicateurs extra-financiers. L'objectif serait donc de déceler un certain nombre de facteurs qui, pris isolément ou conjugués, laissent penser que le niveau de risque sur une entreprise est important et pourrait conduire à un accident à court terme. Cette approche de la gestion ISR n'est pas toujours aisée à mettre en place, car une fois l'importance de ces facteurs identifiée *ex post*, il est très difficile d'avoir l'information *ex ante* sur ces mêmes facteurs. Il s'agit en quelque sorte d'une gestion avec « prime d'assurance » difficile à estimer, car il est délicat d'apprécier l'occurrence et le degré de probabilité des sinistres.

Sur le plan social, les risques semblent aujourd'hui mieux définis que sur le plan environnemental. Il paraît évident que certaines entreprises qui dépendent beaucoup du capital humain, risquent de voir une fraction plus ou moins large de leur richesse partir en cas de mauvaise gestion de leurs ressources humaines. L'investisseur doit donc s'assurer que l'entreprise a mis en place les systèmes permettant d'inciter les gens à rester, à minimiser les conflits sociaux... Si ce n'est pas le cas, le risque à court terme devient important car la valeur de l'entreprise repose essentiellement sur les salariés. Cette approche de l'ISR est toutefois trop récente pour que l'on ait suffisamment d'éléments permettant de juger de sa pertinence et sa complémentarité avec une approche plus long terme classique de l'ISR.



### *L'ISR EST-ELLE UNE CLASSE D'ACTIFS ?*

L'ISR n'est donc pas une classe d'actifs. Progressivement, les analystes ISR réussissent à convaincre les analystes et gestionnaires classiques de l'importance d'intégrer les critères ISR dans leur analyse. Dans les premiers temps, les équipes d'analystes ISR étaient totalement séparées des analystes financiers. Il y a eu une prise de conscience que si l'analyse ISR met en avant un risque sur une entreprise, par non respect d'un critère ISR, ce risque existe également pour la gestion classique. Des indicateurs comme l'EVA (*Economic Value Added*) impliquent de projeter les évolutions de la société sur le plan de ses ventes, de ses produits, de ses parts de marché, de ses coûts de personnel,... sur des périodes très longues. Il est donc nécessaire d'avoir une visibilité, sur la durabilité de l'entreprise. Si des critères ISR sont intégrés, l'analyste devrait s'apercevoir très vite que, dans son secteur, certaines sociétés, au-delà de quelques années, ont une visibilité de pérennité beaucoup plus forte que d'autres. Les analystes ISR permettent de plus en plus aux analystes classiques de cerner les questions pertinentes dans les différents secteurs d'activité sur les valeurs intangibles du bilan. Cette approche se diffuse dans l'analyse financière. Elle se diffusera d'autant plus que les investissements seront à long terme.

L'initiative du Global Compact, lancée par les Nations unies, en 1999, vise à promouvoir le principe de responsabilité des entreprises et des investisseurs. Cette responsabilité peut être poussée très loin : nous sommes responsables, parce que par nos décisions et nos investissements, nous pouvons favoriser des équilibres ou un retour à l'équilibre. Dans ce sens, nous devons nous orienter vers une finance responsable. Au fur et à mesure que les investisseurs prennent conscience des risques qu'impliquent les problèmes d'équilibre - qu'ils soient environnementaux, sociaux ou économiques -, leur comportement devient responsable. Si cette culture ISR se diffuse, c'est qu'il y a une réceptivité de la part des gérants qui prennent conscience que, dans le long terme, c'est sans doute la meilleure manière de sécuriser leurs investissements. La culture financière des analystes et gérants ne s'est étendue et standardisée que dans les années 1970. Aujourd'hui, il est parfaitement naturel d'utiliser des outils financiers pour gérer un portefeuille. De la même manière, l'intégration de données extra-financières dans l'analyse d'une société rentrera petit à petit dans les mœurs, et ce, d'autant plus que les investisseurs adhéreront au nouveau pacte 2005 des Nations unies et qu'une standardisation et normalisation des approches s'effectuera.



## *NOTES*

1. Terme de l'Organisation mondiale de protection de la nature (World Wide Fundation - WWF).
2. Toutefois, le système des quotas de CO<sub>2</sub> est paradoxal puisqu'il « défavorise » les entreprises ayant fait le plus d'efforts en la matière. En effet, ces dernières n'auront que peu de droits de CO<sub>2</sub> à revendre, alors qu'avec peu d'investissement, certaines entreprises aujourd'hui très polluantes réduiront leurs émissions de CO<sub>2</sub> et gagneront ainsi des droits à revendre.
3. Cf. Code de gouvernement d'entreprise de l'AFG (Code Hellebuyck : [www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)).

