

ISR & FINANCE RESPONSABLE

Diane-Laure Arjaliès
Valérie Bardou
Vincent Bouchet
Candice Brenet
Grégoire Cousté
Patricia Crifo
Jean-Philippe Desmartin
Loïc Dessaint
Léa Dunand-Chatellet
Geneviève Ferone
Thierry Philipponnat
Adrian Zicari

Nicolas **MOTTIS** (coord.)

2^e édition



ellipses

Le mouvement de l'Investissement Socialement Responsable: une mise en perspective historique

Diane-Laure Arjaliès, Ivey Business School

Introduction

L'Investissement Socialement Responsable (ISR) est un concept pluriel et en constante évolution. À la fois phénomène social et économique, l'étudier revient à s'interroger sur le sens donné à la place et au rôle de la finance dans la société. Afin de mieux saisir ce qu'est l'ISR aujourd'hui, il nous a paru intéressant de regarder ce qu'il était hier et comment il est parvenu jusqu'à nous. À cette fin, nous proposons ici un bref panorama historique du mouvement de l'ISR en France, et dans le reste du monde. Le but est de mieux comprendre les différents objectifs et formes que l'ISR a adoptés au cours du temps, et les raisons qui ont guidé ces choix. Ce chapitre visant notamment à introduire les concepts utilisés dans le reste de l'ouvrage, nous utiliserons le terme générique d'ISR tout en sachant que celui-ci désigne en fait des réalités différentes que nous aborderons au cours de l'analyse.

1. Jusqu'aux années 1980: des fonds éthiques quasi exclusivement américains

Les liens entre l'éthique et l'argent ont été des questions fondamentales tout au long de l'Histoire: « Toute organisation productive de soi porte en germe une production de finalité » (Morin, 1977: 263). Ainsi, si la richesse est bienvenue chez les Juifs, et doit servir à réparer le monde, elle est dans l'Islam et le Christianisme, considérée comme une malédiction, tandis que la pauvreté est considérée comme une bénédiction. Le concept d'ISR a donc traversé les siècles et déjà, au ^{xviii} siècle, John Wesley, le fondateur du mouvement méthodiste, s'appuyait sur le Nouveau Testament pour refuser d'investir dans des activités tirant leurs profits de la souffrance d'êtres humains. C'est aux États-Unis, dans les années 1920, que sont créés les premiers fonds d'investissement dits

« éthiques » dont l'un des plus connus est le Pioneer Fund de Boston (1927) basé sur l'exclusion des entreprises appartenant aux « sin stocks » (i. e. alcool, tabac, armement, pornographie et jeux). Cette approche moraliste – reflet d'une Amérique puritaine et matérialiste à la fois – est néanmoins la cible de critiques de la part de nombreux intellectuels qui n'y voient là qu'une nouvelle illustration de l'hypocrisie américaine. Ces fonds éthiques basés sur une sélection « négative » existent pourtant encore aujourd'hui. Ils visent à exclure des entreprises sur la base de valeurs morales diverses, pouvant aller de la lutte contre les OGM à l'interdiction des tests sur les animaux ou à l'exclusion de groupes pétroliers. On assiste même depuis une quinzaine d'années à une recrudescence des fonds éthiques motivés par des valeurs religieuses, notamment due à la croissance des fonds islamiques basés sur la Charia dont les en-cours mondiaux sont estimés à plus de 58 milliards de dollars (Ernst & Young, 2011).

La crise boursière de 1929 marque l'entrée des États-Unis dans une profonde crise économique et financière, symptomatique d'une phase de transition entre un mode de régulation concurrentiel, caractérisant le XIX^e siècle et un mode étatique de régulation qui accompagnera le fordisme, jusqu'aux prémices de sa crise dans les années 1960. L'ISR connaît peu d'évolution au cours de cette période : quelques fonds éthiques subsistent aux États-Unis, alors qu'ils restent absents du reste du monde. Il faut en fait attendre les années Johnson et les changements sociaux qui y sont associés, pour qu'un nombre croissant d'Américains commence à se plaindre de la société dans laquelle ils vivent. Les émeutes d'une grande violence qui éclatent en 1965 à Watts, un quartier noir de Los Angeles (et ce malgré le Civil Rights Act de 1964), et des événements tels que la guerre du Vietnam ou le scandale du Watergate ébranlent ainsi la société américaine, qui réclame alors une plus grande transparence de la part de l'État. Dans cette période trouble, l'ISR retrouve un intérêt croissant auprès des citoyens grâce à sa capacité à être un levier d'action au service de deux principales causes sociétales : l'arrêt de la guerre au Vietnam et la lutte contre l'apartheid en Afrique du Sud. Suite à la protestation de nombreux étudiants, beaucoup d'universités sont ainsi obligées de retirer les fonds qu'elles avaient investis en Afrique du Sud : la première université à se positionner publiquement étant l'Hampshire College (Massachusetts) en 1979. De manière concomitante, l'activisme actionnarial, qui consiste à utiliser son pouvoir d'actionnaire afin d'influencer le comportement des entreprises, voit le jour. Au début des années 1970, General Motors est alors

l'une des premières entreprises à être la cible d'une campagne d'activisme actionnarial visant à la rendre plus socialement responsable. Ces actions conduisent notamment à la création d'un comité de politique publique en charge de contrôler la performance sociale du groupe et à la nomination du Révérend Leon Sullivan au sein du Conseil d'Administration de General Motors (premier directeur afro-américain au sein d'une multinationale). À la suite de cette nomination, sont lancés en 1977 les « Principes Sullivan », sept principes que les entreprises exerçant en Afrique du Sud s'engagent à suivre afin de lutter contre l'apartheid. Cette approche positive s'affiche comme une alternative aux politiques de désinvestissements jusqu'alors favorisées par le mouvement ISR prônant le boycott et l'exclusion. Cette approche ISR visant une transformation sociétale refait depuis son apparition régulièrement, en fonction notamment de l'actualité géopolitique. C'est ainsi qu'en 2009 le Hampshire College est (re) devenu la première université américaine à exclure des entreprises impliquées dans les territoires palestiniens occupés.

2. Les années 1980 : l'apparition des premiers fonds éthiques en Europe et des premiers fonds ISR aux États-Unis

Il faut attendre le début des années 1980 pour que le mouvement ISR traverse durablement l'atlantique (à l'exception de la Suède où le fonds Ansvar Aktiefond Sverige est créé par l'Église de Suède dès 1965). Comme aux États-Unis, les premiers fonds européens sont des fonds éthiques basés sur l'exclusion résultant principalement de l'action d'organisations religieuses. Sont ainsi créés en 1983 et en 1984, le premier fonds éthique français, « Nouvelle Stratégie 50 », par Nicole Reille, la directrice financière de l'Ordre de Notre-Dame à Paris et le premier fonds éthique britannique, Friends Provident, lié au mouvement Quaker. Le premier fonds ISR adoptant une approche « positive », c'est-à-dire consistant à sélectionner les entreprises les plus socialement responsables en intégrant des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans les processus d'investissement, apparaît quant à lui en 1971 aux États-Unis. Il s'agit du Pax World Fund créé par deux pasteurs de l'église méthodiste cherchant à investir en accord avec leurs valeurs. Il se distingue des fonds éthiques par son approche dit « best-in-class », qui ne cherche pas à exclure les entreprises en fonction de leur secteur d'activité (ex : armement, tabac, etc.) ou en fonction d'une visée sociétale (ex : lutter contre l'apartheid), mais à favoriser les entreprises les plus socialement responsables dans chaque

secteur d'activité, quelque qu'il soit. Contrairement à la plupart des fonds éthiques qui sont prêts à sacrifier (un peu) la performance financière au service de leurs principes moraux, la plupart des fonds best-in-class visent à la fois une performance financière et ESG (i. e. comprise ici comme la capacité à démontrer que les fonds ISR sont plus socialement responsables que les fonds conventionnels).

Afin d'encourager l'intégration de critères ESG dans les processus d'investissement, les États-Unis mettent en place dès 1971 le Forum pour l'Investissement Durable et Responsable (US SIF) dont la mission est de promouvoir l'ISR et de prôner ainsi une approche plus durable et long terme des investissements. Cette réflexion est notamment guidée par la parution en 1987 du Rapport Brundtland intitulé « Our Common Future », publié par la Commission mondiale sur l'environnement et le développement de l'Organisation des Nations unies, et dont la définition du développement durable est la plus communément citée : « Le développement durable est le développement qui permet à la génération présente de satisfaire ses besoins sans compromettre la capacité des générations futures à assurer les leurs ». La diffusion du concept de développement durable encourage la création des premiers fonds « verts », qui mettent l'accent sur l'écologie et la durabilité, comme le fonds britannique, Merlin Ecology Fund, lancé en 1988 et pionnier en la matière (cette approche ISR reste encore très marginale aux États-Unis). On assiste au même moment à la publication des premiers livres américain (Lydenberg, Kinder, & Domini, 1984) et britannique (Ward, 1986) sur l'ISR (il faudra attendre les années 2000 pour que les premiers ouvrages français paraissent, tel que celui de De Brito, Desmartin et Lucas-Leclin (2005)) et à l'intégration dans les fonds ISR des principes du management par la qualité qui se développe dans les années 1980 (i. e. intégration de critères de sélection basés sur des normes de type qualité totale dans les années 1980 ou normes ISO aujourd'hui). En parallèle, se développent les fonds dits « solidaires » ou « fonds de partage » dont les encours ou revenus sont destinés, au moins en partie, à financer des activités solidaires (i. e. des structures ou des projets dont l'utilité sociale, environnementale ou culturelle est jugée très importante). Le premier fonds de partage européen est lancé en 1983 par le Crédit Coopératif, il s'agit du fonds commun de placement « Faim et Développement » qui soutient des entreprises solidaires agissant pour le développement des pays du Sud, en partenariat avec l'ONG CCFD-Terre Solidaire. Selon l'association Finansol, collectif des acteurs de la finance solidaire créée en 1995, les encours de

l'épargne solidaire en France ont été multipliés par douze entre 2002 et 2012, pour atteindre plus de 3,55 milliards d'euros aujourd'hui.

3. Les années 1990 : l'apparition des premiers fonds ISR en Europe

En mai 1986, la Commission Européenne pose comme principe la libéralisation complète des mouvements de capitaux à partir du 1^{er} juillet 1990, tant pour les États membres entre eux qu'entre les États membres et les pays tiers. Ces nouvelles réglementations contribuent à une globalisation financière (facilitée par les nouvelles technologies) et à une augmentation des échanges financiers et commerciaux, contrastant ainsi avec les années 1980, où le système financier et boursier, encore peu globalisé et fortement régulé, était dominé par les banques et les États. Au même moment, la fin de la guerre froide semble mettre en évidence la nécessité d'un nouvel ordre mondial, avec comme référence les règles de l'économie de marché. La bourse subit de fortes hausses, et la folie des start-up et des stock-options contribue à baptiser les années 1990 : les « folles années » (Stiglitz, 2003). En réaction à ces excès, la réflexion sur un développement durable initiée dans les années 1970 est poursuivie par plusieurs groupes d'acteurs, au premier rang desquels se trouvent les leaders d'opinion de la société civile mais également certains acteurs financiers. C'est ainsi qu'est créé en 1991 l'UNEP Finance Initiative, un partenariat entre le programme des Nations Unis pour l'Environnement et le secteur financier au niveau mondial qui vise à promouvoir l'intégration du développement durable dans les processus d'investissement. De nouvelles attentes voient le jour concernant le rôle de l'entreprise dans la société et la répartition de la richesse créée. À travers l'ISR, ce sont les fondamentaux de la gestion qui sont questionnés : pour qui, pour quoi et comment ?

Les observateurs s'accordent à dire que les années 1990 voient se développer les fonds dits de « Core SRI » (l'ensemble des fonds intégrant des critères ESG représentant le « Broad SRI »). Ces fonds visent à la fois une performance financière et sociétale (celle-ci va plus loin que la simple dimension sociale en intégrant l'ensemble des impacts sur la société et ses parties prenantes) et à mettre en place un dialogue avec les entreprises (activisme actionnarial ou actionnariat actif¹). L'un des points communs de ces fonds ISR est l'ap-

1. L'actionnariat actif est perçu comme une approche privilégiant plus le dialogue que l'activisme actionnarial.

proche intégrée de l'entreprise qui est visée dans les processus de gestion (qui va donc un peu plus loin que la simple intégration de critères ESG en plus des critères financiers). C'est également au cours de cette période (fin des années 1990) qu'apparaissent les premiers fonds ISR français adoptant pour la plupart une approche de sélection positive. Le lancement de ces fonds est notamment rendu possible par la création en 1997 de la première agence de notation sociétale française: Arèse, agence créée par Geneviève Féron sur la base des modèles américains d'agences de notation sociétale (Déjean, Gond, & Leca, 2004). Contrairement aux approches anglo-saxonnes qui ont dominé jusqu'alors l'ISR mondial, l'ISR français se distingue par sa volonté de privilégier dès son origine une approche best-in-class, visant à concilier performance financière et ESG (i. e. les fonds éthiques existant jusqu'alors étant très marginaux, on s'accorde à dire que l'ISR français début réellement dans les années 1990). Cette particularité nationale s'explique notamment par l'engagement fort des acteurs financiers (i. e. gérants et analystes financiers) dans son développement (Arjaliès, 2010). Alors que l'ISR doit son existence aux demandes d'investisseurs individuels et d'organismes religieux dans la plupart des régions du monde, l'ISR français est d'abord un marché de l'offre. L'idée sous-jacente à son développement est que l'intégration de critères ESG dans les processus d'investissement doit permettre à la fois de générer une meilleure performance financière en sélectionnant les émetteurs ayant une stratégie de développement «durable» et de favoriser une vision plus long terme des investissements (i. e. donc plus responsable). Jusqu'à la fin des années 1990, le mouvement ISR français reste néanmoins très marginal, tant en nombre de fonds qu'en montants investis: on compte ainsi en 1999 seize sociétés de gestion d'actifs proposant des fonds ISR pour un montant total d'à peine 0,8 milliards d'euros.

4. De 2000 à 2002: des années charnières pour le développement de l'ISR en France

En 2000 et 2001, l'ISR français bénéficie de plusieurs décisions politiques prises par le gouvernement dans le cadre de la réforme des retraites, qui s'avéreront clefs pour son développement. Il s'agit d'abord de la création en 2001 du Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR), un fonds public d'investissement dont la mission consiste à gérer les sommes qui lui sont affectées en les mettant en réserve jusqu'en 2020 afin de contribuer à la pérennité des

régimes obligatoires d'assurance vieillesse par répartition¹. Le FRR devient ainsi l'un des principaux investisseurs de long terme français, représentant un potentiel d'encours à gérer pour les sociétés de gestion non négligeable. C'est donc avec intérêt et une certaine surprise que ces dernières découvrent en 2001 que l'appel d'offres du FRR inclut pour partie une demande de fonds uniquement ISR. Au même moment, la loi Fabius (2001) permet l'accès de tous les salariés à l'épargne salariale et rend possible la constitution de fonds d'épargne salariale ISR. Suite à cette loi, quatre des cinq confédérations syndicales représentatives (CFDT, CFE-CGC, CFTC et CGT) créent en 2002 le Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale (CIES) afin de mieux sécuriser les placements des salariés en partenariat avec les sociétés de gestion pratiquant l'ISR et ainsi influencer le comportement des entreprises au service des objectifs ISR affichés en utilisant l'effet de levier de l'épargne collectée. Le CIES se porte garant du caractère ISR des fonds qu'il labellise, cherchant ainsi à inciter les salariés à choisir ces produits et les négociateurs syndicaux à retenir les sociétés de gestion proposant ces fonds. Ajouté au potentiel d'encours du FRR, ce choix de la majorité des syndicats français pour l'ISR encourage la plupart des sociétés de gestion françaises à s'intéresser au sujet. En 2002, elles sont désormais 44 à proposer plus de 128 fonds ISR, principalement best-in-class.

Cette promotion de l'ISR par l'État et les syndicats français s'accompagne en 2001 du décret d'application de l'article 116 de la loi NRE (Nouvelles Régulations Economiques) qui oblige l'ensemble des sociétés françaises cotées sur un marché réglementé à rendre compte dans leur rapport annuel de leur gestion sociale et environnementale au travers de leur activité. Cette obligation de rendre des comptes est une aubaine pour l'ISR : elle permet aux agences de notation sociétale d'obtenir des informations sur les pratiques ESG des entreprises, jusqu'alors très difficile à analyser, et pourtant essentielles aux processus de sélection des entreprises. Cet accès facilité favorise la création de plusieurs agences de notation sociétale (ou de branches nationales d'agences étrangères) qui facilitent le développement de l'ISR par leur capacité à fournir aux sociétés de gestion une information ESG de plus en plus pointue. En 2002, Nicole Notat quitte le secrétariat général de la CFDT pour prendre la direction d'Arèse, qui devient Vigeo, où elle s'engage au service

1. La réforme des retraites intervenue en 2010 apporte une modification majeure aux objectifs de placement du FRR, l'horizon se raccourcit puisque les flux de décaissement qui devaient avoir lieu entre 2020 et 2040, ont commencé en 2011.

du développement durable, contribuant ainsi à l'essor de l'ISR auprès des principales sociétés cotées françaises (Zarlowski, 2007). C'est en 2000 que le premier département d'analyse ISR au sein d'une société de gestion est créé, permettant de dédier des ressources internes à l'analyse ISR en plus de collecter de l'information ESG auprès des agences de notation sociétale. Il existe désormais un marché d'analystes ISR, à la fois « buy-side » et « sell-side » (i. e. au sein des sociétés de gestion d'actifs et au sein des brokers et agences de notation sociétale).

Profitant de cet intérêt accru, les promoteurs de l'ISR – au premier rang desquels les syndicats, les analystes ISR et les gérants ISR – s'organisent. En 2000 et 2001, sont créés l'Observatoire de la Responsabilité Sociétale des Entreprises (ORSE), le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR), la version française du US SIF, et la commission Développement Durable au sein de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF). L'ORSE regroupe très rapidement une centaine de membres, principalement des acteurs financiers et des sociétés cotées, ce qui permet à la fois de promouvoir l'ISR auprès de ces sociétés (et ainsi garantir un accès à l'information ESG) et de s'accorder sur les indicateurs ESG clefs à analyser dans chaque secteur d'activité (accord également facilité par les rencontres organisées au sein du FIR et de la SFAF). En 2001, enfin, est créée Novethic, filiale indépendante de la Caisse des Dépôts et Consignations, dont la mission est de promouvoir le développement durable et l'ISR. En publiant chaque année des chiffres sur les encours ISR français et en expliquant au grand public les processus de sélection associés, Novethic joue un rôle primordial dans la construction de la légitimité et de la visibilité de l'ISR, d'abord au sein du secteur de la gestion d'actifs français puis européen. Ce mouvement de structuration de l'ISR autour d'une approche positive des investissements (i. e. best-in-class) a également lieu dans d'autres pays d'Europe et régions du monde. Sur un modèle similaire à l'US SIF, sont par exemple créés le forum allemand, autrichien et suisse ou FNG (2001), le forum européen ou EUROSIF (2001) ou l'Association pour l'Investissement Durable et Responsable en Asie ou ASrIA (2001). C'est également au cours de cette période qu'on assiste à la multiplication des indices ISR, tels que le Dow Jones Sustainability Group Indexes (créé en 1999 par SAM), le FTSE4GOOD indexes (créé en 2001 par Eiris), l'ASPI Eurozone Index Europe (créé en 2001 par Vigéo) ou l'Ethibel Sustainability Indexes (créé en 2002 par Ethibel). Les sociétés figurant dans ces indices sont sélectionnées selon les modèles de notation propres à chaque