

2014

# Le mouvement de l'Investissement Socialement Responsable: une mise en perspective historique (The SRI Movement: An Historical Perspective)

Diane-Laure Arjaliès  
*Ivey Business School*, [darjalies@ivey.ca](mailto:darjalies@ivey.ca)

Follow this and additional works at: <https://ir.lib.uwo.ca/iveypub>

 Part of the [Business Law, Public Responsibility, and Ethics Commons](#), and the [Corporate Finance Commons](#)

---

## Citation of this paper:

Arjaliès, Diane-Laure, "Le mouvement de l'Investissement Socialement Responsable: une mise en perspective historique (The SRI Movement: An Historical Perspective)" (2014). *Business Publications*. 16.  
<https://ir.lib.uwo.ca/iveypub/16>

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

Diane-Laure Arjaliès

*Paru dans N. Mottis (Eds.), 2014, ISR et Finance Responsable Collection Ellipses, p.11-32.*

## 1. Introduction

L'Investissement Socialement Responsable (ISR) est un concept pluriel et en constante évolution. A 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. A 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.

## 2. 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 XVII<sup>ème</sup> 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 Etats-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 Etats-Unis dans une profonde crise économique et financière, symptomatique d'une phase de transition entre un mode de régulation concurrentiel, caractérisant le XIX<sup>ème</sup> 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 Etats-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'Etat. 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). A 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) devenue la première université américaine à exclure des entreprises impliquées dans les territoires palestiniens occupés.

### **3. Les années 1980: l'apparition des premiers fonds éthiques en Europe et des premiers fonds ISR aux Etats-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 Ansvär Aktiefond Sverige est créé par l'Eglise de Suède dès 1965). Comme aux Etats-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 Etats-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 Etats-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 Etats-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.

#### **4. 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 1er 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 Etats. 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 Unies 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. A 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 actif<sup>1</sup>). L'un des points communs de ces fonds ISR est l'approche 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 débute 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.

## **5. 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'avèreront 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 répartition<sup>2</sup>. 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'offre 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

---

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

<sup>2</sup> 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.

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'Etat 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 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 agence à l'origine de l'indice. En dépit de ces différentes approches, la plupart des indices et fonds ISR s'accordent sur une vision best-in-class de l'ISR selon laquelle la prise en compte de critères ESG doit in fine permettre une meilleure performance financière et une vision long-terme des investissements en favorisant un développement durable. Une relation positive systématique entre performance financière et performance ESG qui reste pourtant difficile à démontrer (Crifo&Forget, ce livre).

## **6. De 2003 à 2008: la pénétration de l'ISR dans la gestion conventionnelle**

Le marché de l'ISR continue à se professionnaliser et à se développer, principalement grâce à l'intérêt croissant des investisseurs institutionnels pour ce type de gestion, particulièrement les caisses de retraite. Ainsi, dans la même lignée que le FRR, et suite à la loi de 2003 sur la réforme des retraites, l'Etablissement de la Retraite Additionnelle de la Fonction Publique (ERAFP) déclare en 2004 vouloir investir l'ensemble de ses actifs en ISR, y compris ses actifs obligataires, faisant pénétrer l'ISR dans des classes d'actifs autres que les actions. Dans la même veine, l'Association Générale des Institutions de Retraite Complémentaire des Cadres (AGIRC) et l'Association pour le Régime de Retraite Complémentaire des Salariés (ARCCO) décident également d'investir 100 millions d'euros en ISR en 2005. Les investisseurs institutionnels – parmi lesquels les caisses de retraite, les instituts de prévoyance, les assureurs et les banques – tirent donc le secteur, transformant peu à peu le marché de l'ISR d'un marché de l'offre en un marché de la demande institutionnelle. Pour suivre l'expansion rapide de l'ISR et réguler le marché, l'Association Française de Gestion financière (AFG), l'organisation professionnelle française de la gestion pour compte de tiers, crée une commission ISR et publie en 2005, en partenariat avec le FIR et l'EUROSIF, le « Code de Transparence pour les fonds ISR Grand Public ». Son but est de fournir une information plus claire sur les fonds se revendiquant de l'ISR. Etant donné l'incapacité du secteur à s'entendre sur une définition commune de l'ISR, qui regroupe des processus de sélection aussi divers que le best-in-class, l'exclusion ou les fonds de partage, il apparaît en effet essentiel de garantir une transparence totale auprès de l'investisseur final. Ceci est d'autant plus important pour les clients individuels qui peinent à comprendre l'approche best-in-class.

Cette difficulté à expliquer ce qu'est l'ISR s'accroît avec la pénétration croissante des critères ESG dans la gestion conventionnelle : un phénomène connu sous le nom de mainstreaming ou d'intégration ESG (Crifo & Mottis, 2011). Autrefois phénomène de niche, l'ISR préoccupe désormais la plupart des sociétés de gestion et investisseurs conventionnels. Cet intérêt est notamment suscité par plusieurs initiatives internationales, que sont le Carbon Disclosure Project (CDP) lancé en 2003, l'Enhanced Analytics Initiative (EAI) et les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI), tous deux créés en 2005. Le CDP est une ONG internationale qui cherche à encourager les organisations des secteurs public et privé à mesurer, gérer et réduire leurs émissions CO<sub>2</sub> et leurs impacts sur le changement climatique. Elle fournit notamment des données sur les politiques environnementales des entreprises signataires du CDP (ex : émissions de CO<sub>2</sub>) aux différents investisseurs également signataires du CDP, qui peuvent ainsi les intégrer dans leurs modèles d'évaluation. Le but de l'EAI<sup>3</sup> est de promouvoir l'intégration de critères ESG dans l'analyse

---

<sup>3</sup> L'EAI a été dissoute en 2008.

financière fournie par les différents brokers et agences de notation.

En 2006, les six Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) sont lancés par les principaux investisseurs mondiaux avec le soutien continu de l'UNEP-FI, et ont pour objectif de favoriser la prise en compte de critères ESG dans les processus d'investissement afin d'aligner les pratiques des marchés financiers avec les objectifs du développement durable. On compte aujourd'hui plus de 1000 signataires représentant plus de 32 billions de dollars à travers le monde, soit 15% des actifs mondiaux (Principles for Responsible Investment, 2012). Les PRI ont joué un rôle essentiel dans la diffusion de l'ISR auprès de la gestion conventionnelle, tant au niveau européen que mondial. Cette adoption par la gestion conventionnelle est notamment encouragée par plusieurs brokers ayant rejoint les PRI par la suite. Illustrant cette intégration, l'analyse ISR devient pour la première fois en 2007 une catégorie parmi les différents prix accordés par la profession française aux meilleurs analystes financiers, au même titre que les autres spécialités d'analyse financière. En conséquence, à la fin de 2007, le marché de l'ISR en tant que tel ne représente plus qu'un tiers du marché de l'intégration ESG (i.e. correspondant à l'intégration de critères ESG dans les fonds conventionnels). Le nouveau nom d'investissement responsable voit le jour afin d'inclure à la fois la gestion ISR à proprement parler et l'intégration ESG par les fonds conventionnels.<sup>4</sup> L'ISR devient alors un enjeu primordial pour le secteur de la gestion d'actifs : Paris Europlace, l'organisme représentant les marchés financiers français, reconnaît désormais publiquement l'importance de l'ISR pour le développement de la place parisienne (Europlace, 2008).

Interview ERAFP

**1) Pourquoi avez-vous décidé de vous lancer dans l'ISR (Investissement socialement responsable) ?**

La création de la retraite additionnelle de la Fonction publique (RAFP) par la réforme "Fillon" en 2003 a rompu le consensus selon lequel, en France, la retraite obligatoire est financée par un système par répartition. Sa mise en place fut en conséquence regardée avec méfiance. Toutefois, en conformité avec les règles prudentielles en vigueur, le régime est contraint de provisionner en permanence l'intégralité des droits à pension acquis.

Bien qu'additionnel (son assiette est limitée à une part de la rémunération accessoire des 4,5 millions de fonctionnaires), les actifs du RAFP ont atteint rapidement un niveau important, 16 milliard d'euros en 2013, pour atteindre 75 milliards en 2050.

La politique de placement s'est donc, dès son lancement en 2005, avérée comme un enjeu crucial de la gouvernance, au-delà même de son aspect purement financier.

Il s'agissait, dans un contexte national emprunt d'une forte méfiance vis-à-vis de la capitalisation, spécialement accentuée dans la Fonction publique, de trouver un vecteur pour rendre possible une

---

<sup>4</sup> Le 2 juillet 2013, l'AFG (Association de Gestion Financière) et le FIR (Forum pour l'Investissement Responsable) a souhaité clarifier les différences entre l'ISR et l'intégration ESG en définissant l'ISR comme « un placement qui vise à concilier performance économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable quel que soit leur secteur d'activité. En influençant la gouvernance et le comportement des acteurs, l'ISR favorise une économie responsable ». (Communiqué de Presse AFG-FIR du 2 juillet 2013)

participation effective des partenaires sociaux à la gestion d'un fonds... de pension.

La condition première du fonctionnement "politique" du régime s'est rapidement focalisée autour d'un principe : agir de manière responsable. Une responsabilité fiduciaire et sociale qui peut se résumer par la garantie de l'intégrité et la pérennité des placements dont aucun des cotisants n'aurait à rougir.

L'ISR s'est ainsi affirmée comme une démarche incontournable. Elle est devenue aujourd'hui essentielle.

## **2) Quel bilan dressez-vous de votre politique ISR ?**

Construire une démarche ISR à partir de zéro a représenté, pour le conseil d'administration de L'ERAFP, un challenge considérable.

Force fut de constater que les références en la matière étaient peu nombreuses dans l'univers financier en général, en France a fortiori. Les politiques de placement orientées vers l'ISR se fondaient essentiellement sur l'exclusion ou le thématique.

En choisissant le "best in class", l'ERAFP s'est immédiatement singularisé. Avec un prix à payer : celui de construire totalement son référentiel ISR et sa démarche. Et ce, dans un contexte où l'évaluation extra-financière était balbutiante et restreinte.

Le plus surprenant est que nous avons appris en marchant sans rencontrer d'écueil majeur. L'explication pourrait se trouver dans notre mode de pilotage de la politique des placements. Les textes prévoient l'existence d'un comité permanent de politique des placements lequel fixe les lignes directrices à la direction opérationnelle dans un dialogue de gestion constant et soutenu. Pas d'ISR sans reporting, sans évaluation pour essayer, au final, de sélectionner les meilleurs titres.

Pour autant, j'ai coutume de dire que l'ISR marche sur deux jambes : le choix des placements et l'engagement actionnarial. Ce dernier a constitué notre second chantier d'investisseur responsable.

Incontestablement, il est plus délicat. Les raisons sont multiples : la place et le rôle des actionnaires dans les sociétés cotées, les limites de l'action des gérants d'actifs pour "compte de tiers", la sensibilité politique des interventions d'un fonds public.

Cela, sans oublier le travail considérable pour les équipes de suivre et d'analyser les résolutions proposées au vote des actionnaires des grands entreprises.

Le Conseil d'administration a, en conséquence, fait le choix d'une mise en place programmée et contrôlée. Malgré cela, quand l'actualité s'en mêle (Arcelor-Mittal, le Bangladesh, etc...), une certaine réactivité s'impose – dans la mesure où les choix de l'ERAFP sont regardés "urbi et orbi" ! mais c'est délicat.

Le bilan de notre politique ISR est sans conteste positif.

Le choix du "best in class" s'imposait par pragmatisme économique. La sélection des titres a montré qu'une entreprise respectant nos critères ESG (environnement, social, gouvernance) performait en

moyenne mieux que l'indice.

Finalement, notre engagement répond aux attentes de l'époque. La soutenabilité, le développement durable, la responsabilité sociale sont désormais partie intégrante du discours politique.

Précurseur dans sa démarche ISR, l'ERAFP est aujourd'hui une référence, souvent plus reconnue, au-delà de nos frontières mais nul n'est prophète en son pays !

### **3) Quels sont, selon vous, les principaux défis à venir pour l'ISR ?**

A mon sens, l'ISR s'inscrit dans la recherche d'une croissance qualitative. L'économie de marché s'est construite depuis la révolution industrielle sur le productivisme et la consommation. Cela en fragilisant les ressources qu'elles soient naturelles ou humaines.

La fin des Trente Glorieuses et la mondialisation nous auront sensibilisés aux limites d'un progrès qui, ignorant son environnement, hypothéquerait l'avenir en croyant l'améliorer.

D'un point de vue philosophique, on dirait que la conscience de la "finitude" des choses accroît notre responsabilité. L'appartenance à un monde unique et à une globalité de générations appelle désormais à rejeter le court termisme au profit d'un développement durable.

L'ISR ne saurait donc être une mode ou un argument de vente (Green washing). C'est pourquoi la sphère politique doit s'en saisir pour conforter une économie clairement orientée vers le bien-être des sociétés et des individus.

Des politiciens comme Al Gore l'ont compris. Il est intéressant d'observer comment il prédit que le capitalisme se trouve aujourd'hui à la croisée des chemins en proposant que la soutenabilité devienne "le matériau des affaires et des marchés". En homme d'affaire avisé il est passé aux actes : son fonds "Generation investment management" promeut l'investissement à long terme dans l'économie durable.

L'ISR peut donc s'affirmer à la fois comme une valeur financière et une valeur éthique.

Pour cela, évitons qu'elle soit captée par des acteurs qui sont intrinsèquement dans l'incapacité de mener la démarche jusqu'au bout, notamment par conflit d'intérêts.

L'expérience de l'ERAFP montre que la place des "Assets owners" dans la définition de la politique des placements est essentielle et déterminante, que ce soit en gestion directe ou déléguée, c'est à eux de définir et d'orienter leur choix d'ISR pas aux sociétés de gestion. Sincèrement, je ne crois pas à l'ISR packagée car on n'achète pas des produits financiers labellisés ISR : on construit sa démarche ISR. Le RAFP l'illustre bien.

En effet, si l'adhésion aux UN-PRI apparaît comme un socle incontournable, elle ne dispense pas d'une analyse des besoins fiduciaires de chaque fonds concernés. Sans évoquer des extrêmes comme des fonds d'investissements adossés à des préceptes religieux, admettons qu'un fonds de pension ne génère pas les mêmes attentes qu'un fonds de démantèlement d'infrastructures nucléaires, de même que gérer des provisions est différent de gérer des réserves.

L'ISR semble ainsi devoir être adossé à un système de gouvernance représentatif des intérêts sous-jacents à la gestion financière.

Parallèlement et subséquemment, la portée de l'ISR mérite d'être analysée sans naïveté ou illusion. Maximiser les rendements reste l'objectif essentiel d'un fonds et ce d'autant que nous ne sommes pas sortis de la crise de 2008 et que le niveau historiquement bas des taux détruit de la valeur sur le long terme.

La sélection responsable des titres traduit au quotidien un souci de rechercher le bon investissement en liant la performance ESG et la performance financière.

L'engagement actionnarial ne saurait constituer une forme cryptée d'entrisme dans les entreprises. C'est un aiguillon citoyen. La pratique d'une politique de vote active rappelle finalement aux entreprises qu'elles ne peuvent fonctionner en vase clos de la société ou de l'environnement.

Mais les actionnaires ont à s'inscrire eux-mêmes dans une logique de responsabilité, notamment en mesurant l'impact de leurs exigences de retour sur investissement sur la conduite des affaires. Pour un fonds de pension, cela nécessite un pilotage actif/passif raisonnable. Actualiser à 8% quand le marché donne 4,5% en promettant une couverture permanente des engagements interroge sérieusement.

Pour finir, au-delà de questions ontologiques, l'ISR reste en attente de structuration entre les initiatives internationales et celles émanant du secteur financier, notamment du côté des investisseurs institutionnels porteurs de droits sociaux. Car l'ISR c'est eux avant tout!

PARIS, le 31 juillet 2013

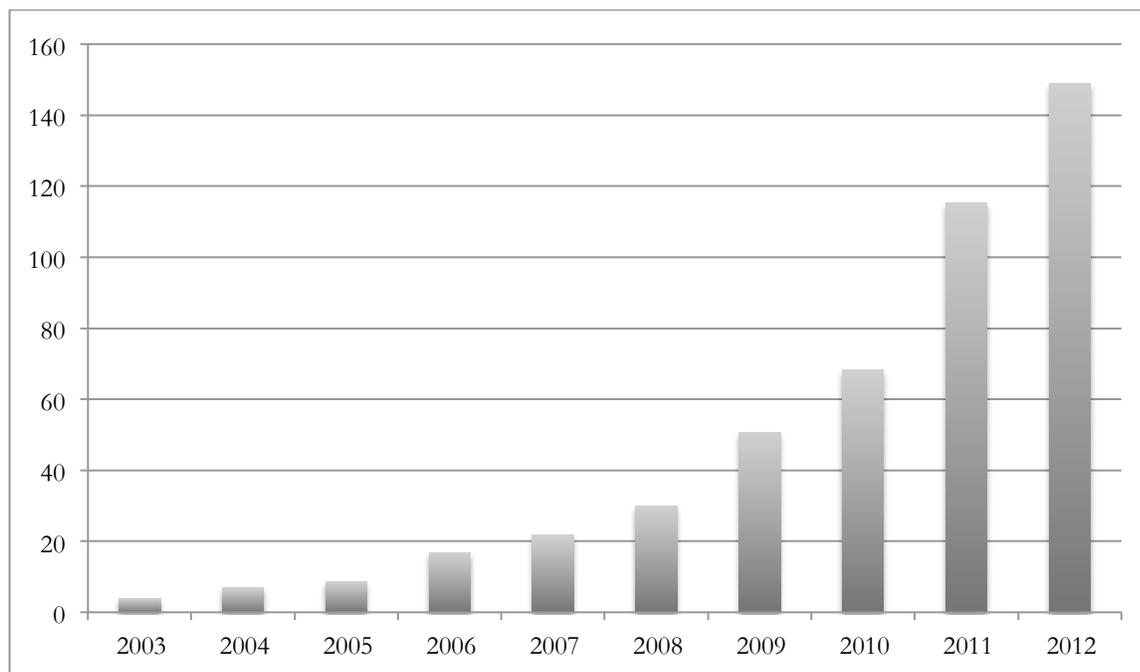
Philippe SOUBIROUS  
VICE-PRESIDENT DE L'ERAFFP

## **7. Face à la crise financière : les principaux défis pour l'ISR**

Lorsque la crise financière débute, l'ISR n'est donc plus une niche : il a été adopté par la plupart des acteurs conventionnels – sociétés de gestion, brokers, agences de notation, investisseurs institutionnels, associations professionnelles – et s'est structuré et professionnalisé. Ainsi, si les fonds ISR continuent à ne représenter qu'environ 3% des encours totaux en France (ils représentaient 7% en 2012), le pourcentage des fonds conventionnels qui intègrent des critères ESG dans leurs processus d'investissement ne cesse d'augmenter (Novethic, 2010). Cette dynamique a également lieu dans d'autres régions du monde, puisque l'International Finance Corporation (IFC) estimait en 2009 que l'intégration ESG concernait près de 300 milliards de dollars d'encours dans les pays émergents (intérêt qui se traduit également au niveau des PRI où l'on compte un nombre croissant d'investisseurs appartenant à ces pays, particulièrement la Chine, l'Inde et le Brésil). Cette adoption recouvre néanmoins des réalités diverses. D'une part, le degré d'intégration des critères ESG dans les processus d'investissement varie considérablement en fonction des organisations. Ainsi, si on estime à 2260 milliards d'euros le montant des fonds conventionnels français pour lesquels des informations

ESG sont disponibles pour les gérants dans les outils d'aide à la décision, ils ne représentent plus que 283,4 milliards d'euros lorsqu'il s'agit d'imposer des contraintes ESG pour les gérants non ISR (Novethic, 2013). Ceci conduit notamment certaines ONG à s'interroger sur l'impact réel de l'ISR sur les pratiques d'investissement. En particulier, malgré les différentes initiatives du secteur pour expliquer aux investisseurs individuels l'approche best-in-class et la différence entre les fonds ISR et l'intégration ESG dans les fonds conventionnels (ex : mini-guide bancaire<sup>5</sup>, label CIES, label Novethic, semaine de l'ISR, code de transparence AFG-FIR-Eurosif, certification AFNOR, etc.), l'ISR reste l'apanage des investisseurs institutionnels qui continuaient à représenter 72% des encours en 2012 (Novethic, 2013). L'épargne salariale reste néanmoins un segment porteur puisque 29% de cette dernière est dorénavant ISR (Novethic, 2013). En partie due à la nécessité de distinguer les fonds ISR des fonds conventionnels, de plus en plus de fonds ISR français associent dorénavant à l'approche best-in-class des exclusions normatives (ex : controverses sur le respect de certaines normes fondamentales, telles que la Déclaration universelle des droits de l'homme) ou sectorielles (ex : exclusion des entreprises ayant trait au secteur des bombes à sous-munition). Les investisseurs étaient ainsi plus de 73% à pratiquer l'exclusion en 2013, contre 69% en 2011, 21% en 2010 et presque zéro en 2009 (Novethic, 2012, 2013). L'investissement thématique, qui consiste à investir dans des entreprises actives sur des thématiques ou secteurs d'activité liés au développement durable tels que les énergies renouvelables, l'eau ou la santé, reste quant à lui minoritaire, puisqu'ils ne représentaient que deux pour cent des stratégies ISR adoptées en 2012 (Novethic, 2013).

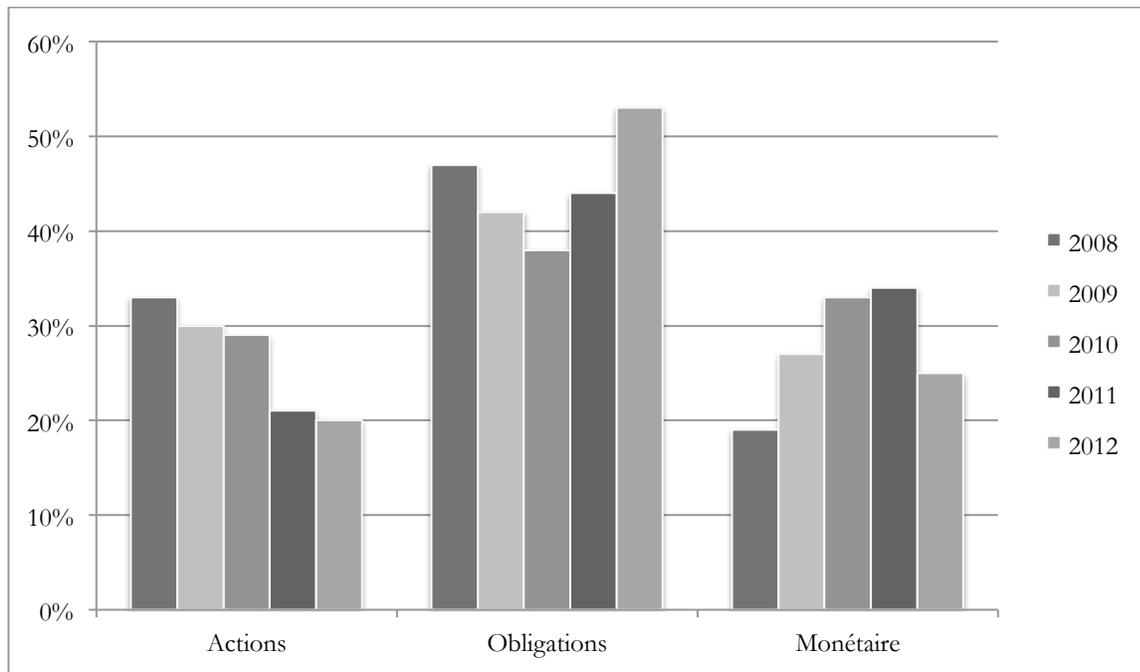
Graphique 1 : Evolution des encours ISR sur le marché français (Mds€) (source : Novethic)



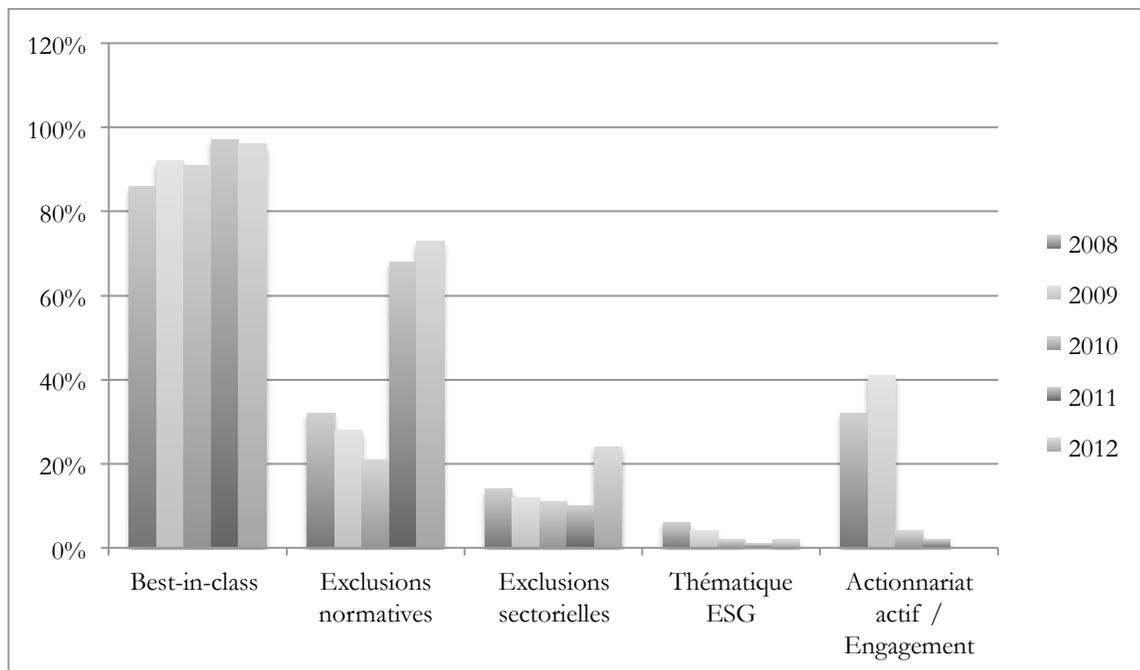
Graphique 2 : Evolution de la répartition des fonds ISR par classes d'actifs (source : Novethic)<sup>6</sup>

<sup>5</sup> Les mini-guides bancaires, « L'ISR : un placement pour les particuliers », Hors-Série publié par « Les clés de la Banque », Septembre 2012.

<sup>6</sup> Le graphique n'inclut pas les liquidités et les actifs solidaires, qui représentent moins d'un pour cent du total des fonds ISR.



Graphique 3 : Evolution des stratégies ISR adoptées (en % des fonds ISR)<sup>7</sup> (source : Novethic)



D'autre part, l'intégration ESG dans les pratiques d'investissement dans des classes d'actifs autres

<sup>7</sup> Depuis 2012, l'engagement n'est plus considéré par Novethic comme une approche ISR à part, étant donné son aspect transverse et intégrée à la gestion, à la fois ISR et conventionnelle.

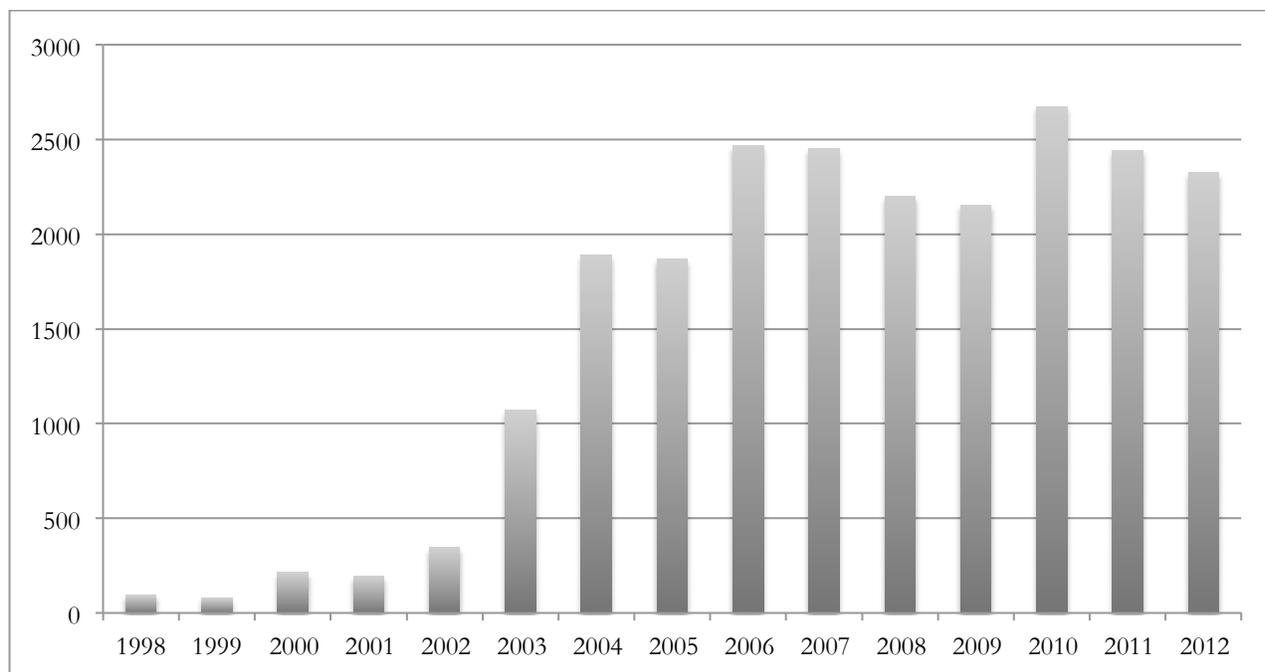
que les actions continue à poser problème, notamment dans la gestion taux, qui consiste à prêter de l'argent à un émetteur (public ou privé) en échange d'un taux d'intérêt défini pour une période donnée (ex : dette souveraine). Cette dernière représente pourtant 78% des encours ISR français en 2012, si on inclut la gestion obligataire et monétaire (Novethic, 2013). Ceci est d'autant plus dommageable que le secteur financier fait face depuis 2008 à l'une des pires crises financières qu'il n'ait jamais connu dans cette classe d'actifs : la crise de la dette est mondiale et menace l'économie tout entière. Face à ces enjeux, le secteur de l'ISR s'organise. En 2011, les PRI ont créé un groupe de travail sur la gestion taux afin d'améliorer les pratiques du secteur dans ce domaine. De manière concomitante, plusieurs sociétés de gestion d'actifs et agences de notation sociétale ont démarré un travail sur l'intégration des critères ESG dans l'analyse des émetteurs souverains. Alors que l'ISR a su montrer l'intérêt pour un actionnaire d'investir dans une entreprise ayant adopté une politique de développement durable, comme le démontre le succès de l'intégration ESG dans les fonds conventionnels, il cherche maintenant à démontrer sa capacité à favoriser le développement d'une économie réelle durable au travers de ses investissements souverains : une tâche qui reste encore ardue. Ces démarches de long-terme sont notamment encouragées par de nouvelles associations visant particulièrement le secteur financier, comme Finance Watch, créée en 2011, et qui s'est fixée de « Rendre la finance au service de la société » en agissant notamment auprès de la Commission Européenne.

Ces difficultés à intégrer l'ISR persistent également dans d'autres classes d'actifs, que ce soit l'immobilier, le private equity ou la gestion monétaire. Pourtant, des changements sont perceptibles. En 2012, par exemple, l'Ile-de-France a été la première collectivité locale française à émettre une obligation environnementale et socialement responsable, ce qui lui a permis de lever 350 millions d'euros auprès de 23 investisseurs (618 millions d'euros ont été (sur)souscrits en une demi-heure). Le but affiché de la région est de tirer profit auprès des investisseurs de sa bonne politique environnementale, la concurrence ayant permis de faire baisser le taux d'emprunt. Dans une autre classe d'actifs, le fonds de private Equity, Doughty Hanson, a évalué en 2011 à 18 millions d'euros, au total, les gains de chiffre d'affaires et les économies réalisées par les entreprises dans lesquelles il a investi, grâce à l'intégration de critères ESG dans ses décisions d'investissement. Enfin, des démarches d'impact investing qui investissent dans des entreprises sociales dotées d'un fort potentiel de développement, comme le fonds d'investissement Phitrust commencent à voir le jour. Cependant, ces différentes initiatives restent rares et l'ISR, en particulier français, est encore timide dans ses démarches d'actionariat actif. La collaboration entre investisseurs et émetteurs (qu'ils soient privés ou publics) afin d'améliorer leurs pratiques ESG est encore limitée.

Malgré les nombreux défis qui restent en suspens, l'ISR n'a jamais été autant d'actualité que depuis la crise financière. D'une part, les fonds ISR ont plutôt bénéficié de la crise financière dans leur capacité à montrer tout l'intérêt pour un investisseur de valoriser les fondamentaux d'une entreprise, achevant (presque) de convaincre les gérants actions les plus réticents. Ils ont également bénéficié d'une certaine visibilité médiatique (cf. Figure 1) et de la volonté de l'Europe et du gouvernement français d'aller plus loin dans l'intégration de critères ESG dans les pratiques des entreprises. Ainsi, a été publié en 2012 le décret d'application de l'article 225 (dite Loi Grenelle 2), relatif au reporting des entreprises, qui renforce la loi NRE de 2001 en obligeant les sociétés cotées et non cotées de plus de 500 salariés à rendre compte des dimensions ESG de leurs activités (et à justifier le cas échéant l'absence d'information). Dans la même veine, la Commission Européenne a publiquement encouragé en 2011 les investisseurs à signer les PRI. D'autre part, le secteur financier semble désormais percevoir dans l'ISR une partie de son salut. Paris Europlace a ainsi publié en 2013 un rapport intitulé « Dix propositions de la place de Paris pour l'Europe en faveur d'une finance

responsable » (Paris Europlace, 2013). Il y est notamment expliqué que le savoir faire européen en matière d'ISR et de Responsabilité Sociale de l'Entreprise (RSE) est un facteur de compétitivité indéniable sur la place mondiale, qui doit être plus visible et valorisée au plan international. Ceci devrait aller dans le sens du Prix Nobel d'Economie Paul Krugman pour qui, « Le gros de la littérature qui bourgeoine sur la catastrophe (financière) actuelle se demande : comment est-ce arrivé ? Pour ma part, je préfère poser la question : et maintenant, qu'est-ce qu'on fait ? » (Krugman, 2012: 9).

Figure 1: Nombre d'articles de presse français mentionnant l'ISR (Source : Factiva)



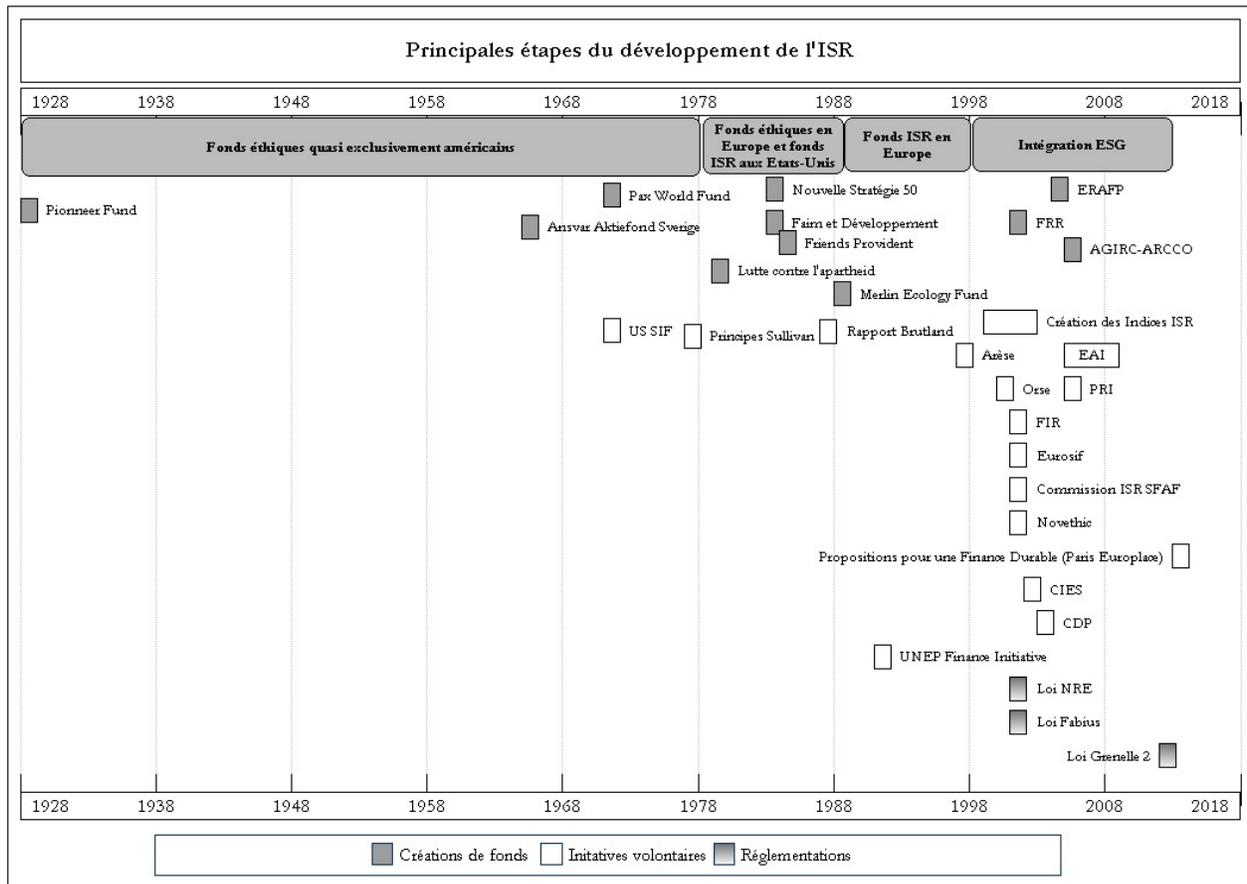
## 8. Conclusion

Ce panorama historique, résumé dans la frise chronologique suivante (cf. Figure 2), nous a permis de mieux comprendre dans quelle mesure l'ISR et le monde qui l'entoure sont intimement liés : l'ISR semble être le reflet des préoccupations du moment de la société. C'est ce lien fort qui conduit certains à dire que ce dernier n'est qu'une passade, tout comme le seraient la RSE ou le développement durable. Un engouement qui serait amené à disparaître, une « redécouverte [...] qui tient pour partie d'un phénomène de mode comme la gestion et l'entreprise en connaissent régulièrement » (Cazal & Dietrich, 2005). Dans une certaine mesure, cette critique est fondée puisqu'elle souligne la contingence historique et géographique de l'ISR et nous met en garde contre une vision trop normative de ce dernier, qui nous conduirait à croire que l'ISR est partout et en tout temps le même.

Pour autant, ceci ne nous conduit pas à adopter un relativisme absolu. Les préoccupations éthiques ont accompagné l'humanité pendant des millénaires et une certaine constance ressort du développement de l'ISR au cours du XX<sup>ème</sup> et XXI<sup>ème</sup> siècle. Les quatre grandes phases de son développement (années 1920, années 1970, années 1990 et la période actuelle) se caractérisent toutes

par une remise en cause d'une société vénale et injuste. Des critiques satiriques des « années folles » à la dénonciation de la financiarisation de l'économie des « folles années », en passant par le mouvement civique des années 1970 ou la critique actuelle de la sphère financière, les moments d'accélération de l'ISR prennent toujours place dans une société en crise d'identité. L'ISR reflète les préoccupations fondamentales du système économique sur le sens donné à ses actions et les objectifs à poursuivre. La financiarisation, la globalisation de l'économie, la crise financière et la prise de conscience des citoyens de la nécessité d'un développement durable ont contribué à sortir l'ISR de sa marginalité. Bien sûr, il n'est pas le remède à tous les maux de la société mais, puisque la finance a elle aussi une finalité (Morin, 1977), il peut participer à la construction d'un système économique plus durable.

Figure 2 : Principales étapes du développement de l'ISR



## Bibliographie

- Arjaliès, D.-L. 2010. A Social Movement Perspective on Finance: How Socially Responsible Investment Mattered. *Journal of Business Ethics*, 92: 57–78.
- Cazal, D., & Dietrich, A. 2005. RSE: parties prenantes et partis pris. *Les Cahiers de la Recherche (CLAREE)*.
- Crifo, P., & Mottis, N. 2011. L'Investissement Socialement Responsable en France: Opportunité “de Niche” ou Placement “Mainstream”? *Gérer et Comprendre*, 104: 14–25.
- De Brito, C., Desmartin, J.-P., Lucas-Leclin, V., & Perrin, F. 2005. *L'investissement socialement responsable*. Paris: Economica.
- Déjean, F., Gond, J.-P., & Leca, B. 2004. Measuring the Unmeasured: An Institutional Entrepreneur Strategy in an Emerging Industry. *Human Relations*, 57: 741–764.
- Ernst & Young. 2011. *Islamic Funds & Investments Report 2011 - Achieving Growth in Challenging Times*.
- Europeplace. 2008. Rapport de la Commission Europeplace: “Investissement Socialement responsable”.
- Krugman, P. 2012. *Sortez-nous de cette crise... maintenant!* Editions Flammarion.
- Lydenberg, S. D., Kinder, P., & Domini, A. L. 1984. *Ethical Investing*. MA: Addison-Wesley Publishing.
- Morin, E. 1977. *La méthode, Tome I, La nature de la nature* (Seuil). Paris.
- Novethic. 2010. Intégration des enjeux ESG: Quelles pratiques pour quels objectifs? *Etudes Novethic*.
- Novethic. 2012. *Le marché de l'ISR français en 2011*. Etudes Novethic.
- Novethic. 2013. *Le marché de l'ISR français en 2012*. Etudes Novethic.
- Paris Europeplace. 2013. *Finance Responsable: 10 Propositions de la Place de Paris pour l'Europe*.
- Principles for Responsible Investment. 2012. *Annual Report 2012*.
- Ward, S. 1986. *Socially Responsible Investment*. London: Directory of Social Change.
- Zarlowski, P. 2007. Marketing Corporate Social Responsibility in a National Context: the Case of Social Rating Agencies in France. In F. Hond, G. A. de Bakker, & P. Neergard (Eds.), *Managing Corporate Social Responsibility in Action - Talking, Doing and Measuring*: 205–226. Aldershot (UK): Ashgate Publishing.