

ECOLE POLYTECHNIQUE

CENTRE NATIONAL DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE

Qu'est-ce que l'Investissement Socialement Responsable ?

Diane-Laure ARJALIES

Cahier n° 2010-11

DEPARTEMENT D'ECONOMIE

Route de Saclay
91128 PALAISEAU CEDEX
(33) 1 69333033

<http://www.economie.polytechnique.edu/>
<mailto:chantal.poujouly@polytechnique.edu>

Qu'est-ce que l'Investissement Socialement Responsable ?

Diane-Laure Arjalies¹

ESSEC Business School & Ecole Polytechnique

Résumé

Cet article étudie l'évolution des formes et des objectifs de l'Investissement Socialement Responsable (ISR) aux Etats-Unis et en Europe des années 1920 jusqu'à nos jours. En s'intéressant à la fois aux fondements théoriques et aux caractéristiques des fonds ISR au cours du temps, il dresse un panorama des différents types de fonds en fonction de leur appartenance à un référentiel sociétal ou économique. En montrant la complexité et la diversité de l'ISR d'hier et d'aujourd'hui, il permet de mieux comprendre les enjeux de définition et de légitimation rencontrés actuellement par les professionnels du secteur de la gestion d'actifs.

Mots-clefs : Développement Durable – Fonds éthiques – Investissement Socialement Responsable (ISR) – Responsabilité Sociale de l'Entreprise (RSE)

Abstract

This article studies the Socially Responsible Investment (SRI)'s forms and purposes from the 1920s until today in the United States and Europe. Studying both SRI Funds' theoretical background and features, it provides an overview of the different types of SRI funds according to their societal or economic background. In doing so, the article offers a better understanding of the complexity and the diversity of SRI and of the problems faced today by the asset management sector.

Key-words: Corporate Social Responsibility (CSR) – Ethical Funds – Socially Responsible Investment (SRI) – Sustainable Development

¹ ESSEC BUSINESS SCHOOL, Avenue Bernard Hirsch 95021 Cergy-Pontoise Cedex 2, France and ECOLE POLYTECHNIQUE, 91128 Palaiseau Cedex, France (diane-laure.arjalies@essec.edu)

1. Introduction

Phénomène à la fois économique et sociétal, l'Investissement Socialement Responsable (ISR) rencontre depuis plusieurs années un intérêt croissant tant de la part des académiques que des professionnels. Style d'investissement en plein essor, notamment favorisé par l'émergence du concept de développement durable, l'ISR consiste à intégrer dans les processus d'investissements des critères extra-financiers censés révéler la responsabilité sociale des entreprises. Son succès récent conduit certains à le juger comme un phénomène de mode, mais il n'en n'est rien. L'ISR existe depuis près de cent ans et a su évoluer et s'adapter à la société et à ses attentes pour traverser le siècle et les continents. Pourtant, l'ISR reste encore aujourd'hui un concept polysémique et peu stabilisé comme le montre l'absence de consensus autour de sa définition. C'est pour mieux comprendre cette diversité de réalités complexes et mouvantes offertes par l'ISR, qu'est proposé ici un éclairage des modalités d'émergence et des objectifs de ce mouvement. Parce qu'elle en fait sa richesse, c'est cette multiplicité des formes prises par l'ISR au cours du temps que cet article se propose d'étudier.

Afin de mieux saisir ce qu'est l'ISR aujourd'hui et l'évolution de ses caractéristiques, cet article s'intéresse plus particulièrement à la façon dont la société et l'ISR se sont façonnés réciproquement aux Etats-Unis et en Europe. Privilégiant une approche historique, cette typologie se structure autour des deux principaux référentiels conceptuels dans lesquels prend place l'ISR, à savoir un référentiel sociétal et économique. Un référentiel sociétal d'abord, puisque jusqu'aux années 1990, l'ISR doit principalement sa légitimité au système de valeurs individuelles et/ou collectives auquel il fait référence. Remettant alors en cause la prééminence de l'approche économique, l'ISR est marginalisé et exclu, de fait, de la finance conventionnelle. Un référentiel économique ensuite, puisque aujourd'hui, son intégration récente dans une logique économique visant la performance financière lui octroie une nouvelle légitimité qui contribue à sa reconnaissance par le secteur financier. Dans chacune des deux parties ou référentiels, sont développés, dans un premier temps, les fondements théoriques sous-jacents à la démarche ISR contemporaine. Ce n'est que dans un second temps que l'intérêt est porté aux types de fonds ISR correspondants et à leurs caractéristiques.

2. Des origines de l'ISR à aujourd'hui: la prégnance d'un référentiel sociétal

2.1. Les deux premières générations des fonds éthiques : contribuer à rendre la société plus morale

Les liens entre l'éthique et l'argent ont été des questions fondamentales au cours de l'histoire. Ainsi, dans les sociétés occidentales empruntes de culture judéo-chrétienne comme dans les pays musulmans, la religion a occupé pendant longtemps une place de choix dans la gouvernance des relations entre morale et finance. C'est ainsi que la religion juive permet aux juifs de s'accorder des prêts sans intérêt entre eux, et d'accorder des prêts avec intérêts aux non-juifs, alors que chez les chrétiens et les musulmans, le prêt, avec ou sans intérêt, est interdit. Ce n'est donc pas par hasard si les premiers fonds ISR dits « éthiques » trouvent leurs origines dans la tradition morale de ces trois grandes religions monothéistes. Accompagnant la monétarisation et la financiarisation du monde, la religion trouve dans les fonds d'investissement un nouveau moyen de donner corps à ses principes. En intégrant des dimensions éthiques - reflets de leurs croyances religieuses - dans leurs choix d'investissement, les premiers investisseurs des fonds éthiques visent donc à intégrer une dimension morale dans la finance. Reléguant la recherche de la performance financière au second plan, les fonds éthiques de première génération, qui font leur apparition sous la forme moderne du capitalisme financier dans les années 1920, posent alors la question de la finalité morale de l'acte individuel d'investissement.

Dans une perspective plus globale, les fonds éthiques reflètent également les préoccupations fondamentales de la société sur le bien-fondé de ses actions et des objectifs à poursuivre. Ainsi, le système capitaliste véhiculerait-il depuis toujours la question de son sens et ne se serait jamais contenté de ses seuls objectifs capitalistiques. Dans une perspective téléologique, l'ISR éthique peut alors participer à la construction d'un système économique plus durable. On retrouve ici des théoriciens comme Giddens (1984), Bauman (1993), Fukuyama (2000) et Putnam (2000) qui ont contribué à une école de pensée qui suggère que les sociétés du capitalisme avancé font face à un déclin du « capital social ». Le déclin du capital social est un terme relativement nouveau pour un ancien problème qui fait référence à la perte de consensus sociétal autour des notions de morale ou de politique, phénomène qui contribue, selon eux, à l'émergence d'une société plus individualiste où la culture du risque et de la consommation se développe. Face à ces transformations, les nouvelles idéologies et formations sociales, telle que l'ISR, permettent, dans une certaine mesure, de combler ce vide

consensuel (McCann et al., 2003). En contribuant à la création d'un consensus sociétal, l'ISR représente ainsi les débuts d'un capitalisme plus socialement conscient. Alors légitimé par son rôle de prescripteur de valeur morale dans une société à la recherche de sens, l'ISR éthique est une étape et un moyen dans la construction d'un capitalisme plus moral.

Les fonds ISR dit « éthiques » correspondant à cette approche théorique morale revêt en réalité deux catégories de fonds ISR. Ces derniers se développent principalement aux Etats-Unis, des années 1920 aux années 1970.

2.1.1. La première génération des fonds éthiques: le reflet de l'Amérique puritaine et prospère des années 1920

Le concept d'ISR trouve ses origines dans le mouvement méthodiste du XVII^{ème}, qui insiste alors sur toute l'importance que revêt l'emploi de l'argent aux yeux du Nouveau Testament, se refusant d'investir dans des activités tirant leurs profits de la souffrance d'êtres humains. Si cette approche de l'investissement correspond à celle préconisée par les fonds éthiques, la forme moderne des fonds d'investissement éthiques se développe réellement dans les Etats-Unis des années 1920. Correspondant à l'approche morale de l'argent telle que développée précédemment, les premiers fonds ISR sont portés par des congrégations religieuses. Un des fonds les plus connus est le *Pioneer Fund* de Boston qui propose des investissements excluant les *sin stocks* c'est-à-dire les valeurs dites du péché (alcool, tabac, armement, pornographie et jeux). L'approche adoptée ici est « négative » (exclusion) dans le sens où l'investisseur perçoit ces critères comme tels en raison de la valeur morale négative ou inférieure attachée à la pratique ou à l'activité (de Brito et al., 2005). Cet appel à la croyance et à l'éthique par les investisseurs prend place dans une Amérique puritaine et prospère. Néanmoins, si pour certains, ces fonds ISR sont l'illustration de la prise en compte de valeurs morales dans les investissements, ils sont, pour d'autres, le reflet d'une société hypocrite et vénale, comme le revendiqueront les écrits de Mencken et Lewis ou comme l'illustrera plus tard la provocation faite par Morgan qui créera le premier *vice-fund* en 1979. Il décidera alors de contrebalancer cette approche qu'il trouve hypocrite en investissant uniquement dans les secteurs dits du... vice, ne privilégiant que les valeurs du péché qui étaient précédemment exclues.

2.1.2. La deuxième génération des fonds éthiques: l'expression d'un militantisme politique et sociétal

Le mouvement des fonds éthiques reste marginal jusqu'aux prémisses de la crise du système fordiste dans les années 1960. C'est le mouvement pour les droits civiques, incarné par Martin Luther King, qui constitue le point de départ des mouvements militants et citoyens aux Etats-Unis. C'est dans une société avide de changements que des mouvements d'opposition agitent le pays et que la politique d'investissement devient un moyen de pression pour changer le monde. S'inscrivant dans une approche globale du sens donné à la société et à ses actes développée plus haut, l'ISR a pour objectif de rendre la société plus morale en modifiant les comportements des entreprises. Les mouvements étudiants, par exemple, mènent des actions vis-à-vis des fondations d'universités pour les obliger à exclure de leurs portefeuilles les entreprises impliquées dans la guerre du Vietnam. En 1972, deux méthodistes créent le *Pax World Funds* qui vise à investir en accord avec certaines valeurs et à encourager les entreprises à maintenir certains standards de responsabilité sociale et environnementale. En 1977, le prêtre Léon Sullivan¹, administrateur de General Motors, élabore sept principes sociaux, dits « Principes Sullivan » qu'il souhaite voir appliquer par les entreprises actives en Afrique du Sud pour lutter contre l'apartheid. Ces nouveaux fonds constituent la « seconde génération » des fonds éthiques qui s'appuient, comme les premiers fonds éthiques, sur des critères d'exclusion fondés sur les activités de production mais également sur la localisation de l'entreprise. Le mouvement a également lieu de ce côté-ci de l'Atlantique, comme le prouve la création, en 1965 et en 1984, du fond suédois *Aktie Ansvar* et du premier fonds britannique officiel *Friends Provident* qui trouve ses racines chez les *Quakers*.

L'ISR a donc originellement pour objectif d'intégrer des valeurs morales dans ses investissements. Regroupés sous les termes de « fonds éthiques », ces fonds de première génération continuent à exister aujourd'hui, principalement dans les pays anglo-saxons. Ils connaissent même une recrudescence de leur nombre, à travers notamment le développement de fonds religieux basés sur la Charia, dont les en-cours mondiaux sont estimés aujourd'hui à plus de 729 milliards de dollars². Quant aux fonds éthiques de seconde génération, très géographiquement et contextuellement ancrés, on pourrait les croire disparus avec les causes géopolitiques qui les ont provoqués. Néanmoins, des mouvements similaires semblent

¹ Source : www.thesullivanfoundation.org

² Source: Novethic (www.novethic.fr)

apparaître aujourd’hui aux Etats-Unis contribuant à alimenter la thèse d’une évolution plus que celle d’une disparition de ces fonds.

2.2. Les fonds éthiques de troisième génération ou fonds socialement responsables : répondre aux attentes des différentes parties prenantes de la société

L’ISR connaît un nouvel essor avec le développement de théories sociales qui remettent en cause la prééminence de l’aspect économique dans la société et qui s’interrogent sur la responsabilité sociale de l’entreprise dans cette même Société. Ce courant dit de « *Business Ethics* » se développe dès les années 1960 aux Etats-Unis et les années 1970 en Europe. Dans cette approche, l’entreprise est vue comme un agent moral qui existe grâce « à la société » et parce « qu’elle dispose d’un pouvoir, qu’elle utilise des ressources », a « en contrepartie [...] des devoirs » (Bowen, 1953). Cette théorie se veut une réponse à une thèse défendue par plusieurs auteurs sur le pouvoir disproportionné que possèdent les entreprises et leurs dirigeants dans nos sociétés modernes (Berle and Means, 1932). Ainsi, de par le pouvoir dont elles disposent, les entreprises ont des obligations morales vis-à-vis de la société : « le pouvoir (économique, financier, technologique, etc.) implique la responsabilité » (Frederick, 1994).

Pourtant, il faut attendre le fameux ouvrage de Freeman (1984) et le développement de la théorie des parties prenantes pour que ce concept de responsabilité sociale rencontre tout le succès qu’on lui connaît aujourd’hui. La théorie des parties prenantes repose essentiellement sur l’affirmation que l’entreprise n’est pas un simple nœud de contrats mais un ensemble d’interactions avec des parties prenantes pouvant contribuer à son succès ou à son échec. La notion de responsabilité sociale de l’entreprise véhicule l’idée que l’entreprise doit assumer des responsabilités qui vont au-delà de sa sphère d’activités directes. Cette évolution est encouragée par les travaux de Caroll (1979) et Sethi (1975) sur les externalités des activités techniques et économiques des firmes qui conduisent à bâtir un nouveau cadre de responsabilité pour l’entreprise (Wood, 1991).

Selon ce cadre théorique, la légitimité de l’ISR est autonome puisqu’il constitue une réponse aux attentes des différentes parties prenantes en intégrant leur prise en compte dans l’analyse et les décisions d’investissements. Les objectifs de l’ISR ne consistent pas alors à générer du profit dans le cadre d’un système économique capitaliste mais trouve son origine dans un nouveau paradigme. Paradigme au sein duquel la prééminence de l’approche économique est remise en cause au nom de la diversité du système de valeurs sociales, porté par une multiplicité d’acteurs auxquels l’entreprise doit répondre (les parties prenantes) : un

référentiel sociétal. Si les fonds socialement responsables peuvent rejoindre les fonds éthiques de première et seconde génération dans leurs processus d'investissements, ils en diffèrent nettement dans les objectifs poursuivis. Ici, ce ne sont pas les valeurs individuelles de l'investisseur ou la moralité de la société dans une optique télologique qui sont questionnées mais bien la responsabilité et le rôle de l'entreprise dans la société. Ces fonds socialement responsables correspondent aux fonds de troisième génération qui se sont développés à partir des années 1980 dans les pays anglo-saxons et des années 1990 en Europe continentale. C'est également à ce moment-là que l'ISR commence à se faire connaître avec notamment la parution du premier livre américain sur le sujet en 1984 (Lydenberg et al.) et le premier livre britannique en 1986 (Ward), tandis qu'en Belgique et en France, il faudra attendre les années 2000 avant que les premières études concernant le sujet soient publiées.

Les fonds socialement responsables sont classés en trois grandes catégories : négative, positive et best-in-class. L'approche négative vise à exclure les entreprises lorsqu'elles ne répondent pas aux critères extra-financiers demandés. Il s'agit par exemple des fonds refusant d'investir dans les secteurs du tabac, du jeu, de l'alcool, du contrôle des naissances, etc. L'approche positive vise à favoriser les entreprises considérées comme étant les plus socialement responsables. Il s'agira par exemple de privilégier les entreprises qui ont développé des technologies dites « environnementales » qui permettent de réduire la consommation de matières premières. Enfin, l'approche best-in-class consiste à choisir les meilleures entreprises dans chaque secteur, il s'agit donc d'une évaluation relative aux autres entreprises et non absolue.

On assiste depuis plusieurs années à un développement croissant des fonds socialement responsables, favorisé notamment par l'émergence des concepts de développement durable et de responsabilité sociétale de l'entreprise. C'est ainsi que le début des années 2000 a vu la multiplication des indices socialement responsables, dont le premier a été lancé en 1990 par le cabinet KLD dirigé par Amy Domini (on compte aujourd'hui près d'une quinzaine d'indices tels que le *Dow Jones Sustainability Group Indexes (DJSI)* ou le *FTSE4GOOD indexes*) et du nombre des fonds socialement responsables (même si les en-cours restent encore faibles, environ 2 à 3% des en-cours en Europe¹).

¹ Source : Novethic (www.novethic.fr)

2.3. *Les autres types de fonds ISR appartenant au référentiel sociétal*

2.3.1. *L'activisme actionnarial*

Les années 1970 furent marquées par la campagne activiste de *General Motors* (1971) qui marque ainsi le début d'une demande nouvelle de la part de certains actionnaires d'une meilleure considération des dimensions sociales et environnementales (cf. les Principes Sullivan). Forme de contre-pouvoir au management, l'activisme actionnarial qui consiste à « utiliser les droits de votes liés aux actions et à présenter des résolutions afin d'influencer le comportement des entreprises et de les rendre plus responsables à « leurs yeux »¹ est né. Considéré comme une forme d'ISR à part entière aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, il prend réellement son envol à partir des années 1980 et 1990 à la faveur du développement de la retraite par capitalisation et des fonds de pension conséquents.

Les objectifs de l'activisme actionnarial sont doubles. Originellement, il cherche à rétablir le pouvoir de l'actionnaire pour mieux contrôler les dirigeants en réduisant l'asymétrie d'information (théorie de l'agence) et peut être donc vu comme le moyen de privilégier les attentes d'une partie prenante unique : les actionnaires. Les objectifs poursuivis par les actionnaires peuvent alors se confondre avec la volonté de maximiser la création de valeur. Mais l'activisme actionnarial trouve également sa place dans la théorie des parties prenantes par sa volonté d'orienter le comportement des entreprises par le biais de résolutions ou de rapports moins formels. On assiste ainsi, depuis les années 2000, à la mise en place de relations plus partenariales entre les investisseurs et les dirigeants notamment au travers de dialogues directs ou de communications avec les dirigeants. Il s'agit de l'actionnariat actif ou engagement. Des relations partenariales ou d'influence mutuelle (Ponssard and Mottis, 2002) sont privilégiées à la confrontation, passant de l'idée d'une théorie de l'agence à celle d'une théorie de l'alliance (Capron, 2006) ou cognitive (Charreaux and Wirtz, 2006).

2.3.2. *Les fonds de partage: un mouvement de solidarité qui trouve son origine dans les années 1970*

Dans les années 1970, les premiers fonds de « partage » voient le jour en Europe et aux Etats-Unis. En redistribuant une partie des plus-values réalisées par le fond à une association ou à

¹ ORSE (Observatoire sur la Responsabilité sociétale des Entreprises) : www.orse.org

des projets communautaires locaux qui visent souvent à soutenir l'emploi et l'insertion économique, ils rejoignent les fonds éthiques dans le sens où il s'agit d'une épargne qui « rend service à un tiers en le soutenant financièrement dans ses projets » (de Brito et al., 2005). C'est dans cette optique qu'est créé, en 1983, le premier fond éthique français « *Nouvelle stratégie 50* », par un groupe de religieuses économes générales. Néanmoins, l'appartenance de ces fonds de partage à l'ISR reste encore sujet à controverse. En effet, s'ils rejoignent les deux premières générations de fonds éthiques par leurs objectifs, ils en diffèrent radicalement par leurs processus d'investissements. Cette critique trouve son origine dans le fait qu'ils ne prennent pas en compte des critères extra-financiers dans leurs processus d'investissement mais se contentent de reverser une partie de leur plus-value financière. Pourtant, même s'ils moins répandus que les autres types de fonds ISR, les fonds de partage se sont maintenus sous le même visage dans le paysage des sociétés de gestion essentiellement occidentales.

2.4. En résumé : les fonds ISR appartenant au référentiel sociétal

C'est donc d'abord à travers ces deux approches individuelles et sociétales que les fonds ISR dits « éthiques » se développent. Cherchant à instiller plus de moralité dans la société, les premières générations de fonds ISR ont un double objectif. L'ISR éthique permet, d'une part, d'intégrer des valeurs personnelles dans les pratiques d'investissement, et, d'autre part, d'orienter les comportements de la société vers plus de moralité. Les fonds socialement responsables et l'activisme actionnarial, quant à eux, cherchent à orienter le comportement des entreprises afin qu'elles prennent mieux en compte les attentes de ses parties prenantes. Ces fonds n'ont donc pas pour objectif premier la recherche d'une performance financière ou une meilleure prise en compte de la morale. Enfin, les fonds de partage ne cherchent pas à modifier les processus d'investissements mais simplement à reverser une partie des bénéfices générés à des causes dites « sociales », leur appartenance à l'ISR reste donc discutée.

REFERENTIEL SOCIETAL		
Types de fonds ISR	Objectifs poursuivis	Principes d'investissement
Fonds éthiques de première génération	Ne pas cautionner des pratiques ou activités auxquelles il associe une valeur morale inférieure ou négative.	Exclusion des entreprises évoluant dans certains secteurs (les valeurs dites du péché : alcool, tabac, armement, pornographie et jeux).
Fonds éthiques de seconde génération	Changer la société par la prise en compte de critères supplémentaires politiques, sociaux, droits humains	Critères d'exclusion fondés sur les activités de production mais également sur la localisation de l'entreprise.
Fonds de troisième génération ou fonds socialement responsables	Répondre aux attentes des différentes parties prenantes.	Approche positive et/ou négative Ajouter des critères sociaux et environnementaux positifs et/ou négatifs au filtre financier classique.
Activisme actionnarial	Influencer le comportement des entreprises pour qu'ils prennent en compte les attentes des différentes parties prenantes	Utilisation des droits de vote ou de moyens informels.
Fonds de partage	Rendre service à un tiers en le soutenant financièrement dans ses projets	Redistribution des plus-values réalisées par le fond à une association ou à des projets communautaires locaux qui visent souvent à soutenir l'emploi et l'insertion économique.

Tableau 1 : Fonds ISR appartenant au référentiel sociétal

3. Depuis les années 1990: la prise en compte croissante d'un référentiel économique par l'ISR

3.1. *La quatrième et dernière génération des fonds ISR : viser l'intégralité de l'entreprise et de ses frontières pour plus de performance financière*

Depuis le début des années 1990, on voit apparaître peu à peu au sein de l'ISR le référentiel économique qui a traditionnellement fondé la finance : les investissements ont pour objectif premier de créer de la valeur pour l'actionnaire. Dans cette optique, l'ISR diffère de la finance

conventionnelle, non pas dans les objectifs qu'il poursuit, mais par la prise en compte d'éléments extra-financiers dans ses processus d'investissements. Selon cette approche plurale de l'entreprise, la prise en compte des intérêts de l'ensemble des parties prenantes concourt à une maximisation de l'intérêt social et du profit sur le long terme. Dans cette optique, l'intégration d'éléments extra-financiers tels que des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (critères connus sous le nom « ESG ») en plus des critères financiers classiques dans les processus d'évaluation de l'entreprise par l'ISR permet d'identifier avec plus de succès les mécanismes de création de valeur actionnariale. Dans ce cadre théorique, l'ISR trouve sa légitimité dans le fait qu'il constitue une voie royale vers le rendement économique sur la durée.

Cette analyse financière et extra-financière de la performance de l'entreprise s'appuie en partie sur la conviction qu'une approche intégrée de l'entreprise produirait plus de valeur actionnariale. Plusieurs arguments vont dans ce sens. Pour Cullis et al. (1992), l'adoption de pratiques sociales, parce qu'elle constitue un « signal positif » pour les investisseurs, augmente la valeur actionnariale de l'entreprise. Cela permet notamment de valoriser l'image et la réputation de l'entreprise – éléments essentiels du capital immatériel de l'organisation – auprès des différentes parties prenantes de l'entreprise. L'entreprise préserve alors une bonne réputation, ce qui produit une plus-value financière, comme le montre Little et al. (2000) dans leur étude sur l'impact de la réputation sur le *Price Earnings Ratio*. Pour d'autres, l'ISR ne fait qu'anticiper le *business model* futur tel qu'il sera façonné par les consommateurs et les contraintes réglementaires. De plus, la prise en compte des critères extra-financiers dans les processus d'investissements permet d'éviter les entreprises les plus risquées en termes d'impacts RSE (notamment de réputation). Ainsi, le surcoût de l'analyse extra-financière faite par les investisseurs et celui de l'entreprise dans le déploiement de ses pratiques RSE sera compensé par tous les bénéfices retirés. Cette approche suppose que l'ensemble des facteurs financiers et extra-financiers convergent systématiquement vers un objectif cible : maximiser les profits de l'entreprise. Au mieux, la responsabilité sociétale de l'entreprise conduirait à réaliser plus de profits et les coûts éventuels engendrés sont compensés par les profits rapportés (Porter and van der Linde, 1995). Au pire, elle ne rapporterait rien mais n'engendrerait pas de pertes.

Néanmoins, aujourd'hui aucune étude ne montre qu'une entreprise plus vertueuse est nécessairement plus profitable (Mercer, 2009). En effet, si beaucoup de recherches académiques notent une relation positive entre l'éthique et le profit, certaines trouvent une relation négative, tandis que d'autres avancent la neutralité ou la mixité. Ces études souffrent

d'une échelle de temps courte et de nombreux biais (risque, taille de l'entreprise, etc.). Il est, entre autres, souvent difficile de tirer des conclusions de ces études car ces dernières mesurent souvent des choses différentes. Ainsi, dans les 95 études résumées par Margolis et Walsh (2003), 70 façons de mesurer la performance ont été répertoriées et 27 sources d'informations différentes utilisées. Le lien entre performance financière et RSE semble donc difficile à trouver.

L'intégration du référentiel économique par l'ISR dans les années 1990 conduit à la création des fonds de « quatrième génération ». Ils sont la synthèse de la réflexion qui a eu cours tout au long du siècle dernier et visent une performance financière par l'intégration de critères extra-financiers dans les processus d'investissement. Ces critères extra-financiers s'appuient en grande partie sur les évaluations faites par les agences de notation sociétale qui ont connu un essor important à partir des années 2000 et qui sont aujourd'hui en Europe près d'une vingtaine, comme l'illustrent des agences comme Vigéo, Innovest ou Eiris. Les fonds de « quatrième génération » consistent à ajouter une « grille d'analyse extra-financière » à l'analyse financière couplée à de l'activisme actionnarial. Ils constituent donc, en ce sens, une version plus aboutie dans la forme que les fonds de « troisième génération ». Par contre, ils s'en distinguent nettement par l'objectif financier (et non sociétal) qui les caractérise.

3.2. Les autres types de fonds ISR appartenant au référentiel économique

3.2.1. Les fonds verts : des fonds de niche stratégiques

Les débuts des années 1990 voient également le développement des premiers fonds « verts », qui prennent notamment place en Norvège et en Suisse. Les filtres utilisés ne sont plus uniquement basés sur des critères d'exclusion mais également sur des critères de sélection positifs. Il s'agit de ne pas investir dans les activités polluantes pour l'environnement mais également de privilégier les entreprises qui présenteraient des techniques de production ayant un impact positif sur l'environnement et qui réduiraient donc les coûts en diminuant la consommation de matières premières. Cette approche économique consiste alors à considérer l'ISR uniquement comme une stratégie profitable, au même titre que n'importe quel autre produit.

3.2.2. *Les fonds de gouvernance de performance*

Parce que la problématique de la gouvernance est devenue au cours des années 1990 et 2000 une préoccupation essentielle des rapports entre investisseurs et entreprises, l'activisme actionnarial devient peu à peu stratégique. A titre d'exemple, est créée en 1991 l'agence britannique *PIRC* ou celle française *Proxinvest* (2000), toutes deux spécialistes du gouvernement d'entreprise. Ces fonds de gouvernance diffèrent de ceux développés dans le référentiel sociétal par leurs objectifs, il ne s'agit pas ici de rendre l'entreprise plus socialement responsable mais d'identifier dans la gouvernance des mécanismes de création de valeur qui permettent une performance financière supérieure. Aujourd'hui, ces types de fonds sont encore très rares.

3.3. *En résumé : les fonds ISR appartenant au référentiel économique*

En s'inscrivant dans un référentiel économique dont l'objectif principal est la recherche de performance financière, l'ISR fait face à une rupture majeure qui le positionne non plus en dehors du monde financier conventionnel mais au cœur de ce dernier. En réinterrogeant les mécanismes de création de valeur actionnarial par l'intégration de critères extra-financiers dans ses processus d'investissement, il cherche à dépasser son statut de niche pour intégrer voire changer la gestion conventionnelle.

REFERENTIEL ECONOMIQUE		
Types de fonds ISR	Objectifs poursuivis	Principes d'investissement
Fonds de quatrième génération	Mieux identifier les mécanismes de création de valeur à long terme tout en contribuant à un développement durable.	Forte pondération des critères RSE ou DD sur les critères financiers.
Fonds verts	Augmenter les profits en protégeant l'environnement	Filtres utilisés basés sur des critères d'exclusion (activités polluantes) et des critères de sélection positifs.
Fonds de gouvernance de performance	Augmenter les profits en identifiant les entreprises ayant une bonne gouvernance.	Sélection des titres en fonction de critères de gouvernance au sein d'un indice de référence ou non.

Tableau 2 : Fonds ISR appartenant au référentiel économique

4. Conclusion

L'objectif de ce panorama de l'ISR était de mieux comprendre la complexité et la pluralité de ce concept. Encore trop souvent réduit aux fonds éthiques ou de solidarité, l'ISR recouvre en fait des styles d'investissements et des objectifs extrêmement divers. Compte tenu de cette complexité, on comprendra qu'aujourd'hui l'avenir de l'ISR reste difficile à prédire, pourtant, plusieurs scénarios probables peuvent être envisagés. Le plus radical des trois verrait une transformation de l'ensemble de la gestion conventionnelle en gestion socialement responsable. Ainsi, l'ensemble de la finance conventionnelle intégrerait des critères extra-financiers et il n'existerait plus à proprement parler de secteur de l'ISR. Le second scénario arguerait plutôt en faveur d'une dichotomie de la finance, opposant finance conventionnelle, d'une part, et finance socialement responsable, d'autre part.

Néanmoins, la forme que prendra l'ISR demain ne pourra être réellement envisagée que lorsque l'ISR d'aujourd'hui aura construit sa légitimité. Ainsi, au-delà de la difficulté actuelle à s'entendre sur une définition « unique » de ce qu'est l'ISR et de sa terminologie, la réflexion française en cours sur l'ISR et la façon de le nommer - fonds éthiques, fonds ISR et Investissement Responsable semblant être le trio de tête - c'est bien la question de la légitimité de l'ISR tant, par rapport au secteur financier conventionnel, que vis-à-vis de ses clients qui se pose. Cherchant à éviter une réglementation nationale et considérant les enjeux financiers potentiels y attenant et le risque de réputation sous-jacent, le secteur de l'ISR se structure. Ainsi, les acteurs de l'ISR, au premier rang desquels se trouvent les sociétés de gestion, semblent réfléchir de plus en plus à définir officiellement ce que recouvre chaque type de fonds ISR développé ci-dessus, travaillant sur un système de labellisation. Si ce choix paraît être une solution intéressante pour instaurer plus de transparence dans le secteur, il paraît néanmoins indispensable de veiller à ne pas compromettre de façon trop dangereuse la diversité et l'innovation qui en ont fait toute sa richesse au cours du temps.

REFERENCES

- Bauman, Z. 1993. *Postmodern Ethics*. MA: Basil Blackwell.
- Berle, A., & Means, G. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. London Mac Millan.
- Bowen, H. R. 1953. *Social Responsibilities of the Businessman*. New York.
- Capron, M. 2006. *Les normes comptables internationales, instruments du capitalisme financier*: La Découverte.
- Carroll, A. B. 1979. A Three Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance. *The Academy of Management Review*, 4(1): 497-505.
- Charreaux, G., & Wirtz, P. 2006. *Gouvernance des Entreprises: Nouvelles perspectives*: Economica.
- Cullis, J. G., Lewis, A., & Winnett, A. 1992. Paying to be Good? UK Ethical Investments. *Kyklos*, 45(1): 3-24.
- de Brito, C., Desmartin, J.-P., Lucas-Leclin, V., & Perrin, F. 2005. *L'investissement socialement responsable*. Paris: Economica.
- Frederick, W. C. 1994. From CSR1 to CSR2: The Maturing of Business-and-Society Thought. *Business & Society*, 33(2): 150-164.
- Freeman, R. E. 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*: Pitman Publishing.
- Fukuyama, F. 2000. *The Great Disruption. Human Nature and the Reconstitution of Social Order*: Free Press.
- Giddens, A. 1984. *The Constitution of Society. Outline of the theory of structuration*. Cambridge: Polity Press.
- Little, P. L., & Little, B. L. 2000. Do Perceptions of Corporate Social Responsibility Contribute to Explaining Differences in Corporate Price-Earnings Ratios? A research Note. *Corporate Reputation Review*, 3: 137-142.
- Lydenberg, S. D., Kinder, P., & Domini, A. L. 1984. *Ethical Investing*. MA: Addison-Wesley Publishing.
- Margolis, J. D., & Walsh, J. P. 2003. Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business. *Administrative Science Quarterly*, 48(2): 268-305.
- McCann, L., Solomon, A., & Solomon, J. F. 2003. Explaining the Growth in UK Socially Responsible Investment. *Journal of General Management*, 28(4): 15-36.
- Mercer. 2009. Shedding Light on Responsible Investment: Approaches, Returns and Impacts. *Mercer Studies*, November 2009.

- Ponssard, J.-P., & Mottis, N. 2002. *La montée en puissance des fonds d'investissement – Quels enjeux pour les entreprises ?*: La Documentation Française.
- Porter, M. E., & van der Linde, C. 1995. Toward a New Conception of the Environment-Competitiveness Relationship. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4): 97-118.
- Putnam, R. D. 2000. *Bowling Alone. The Collapse and Revival of American Community*. New York: Simon & Schuster.
- Sethi, S. P. 1975. Dimensions of Corporate Social Performance: An Analytical Framework. *California Management Review*, 17(3): 58-64.
- Ward, S. 1986. *Socially Responsible Invetsment: Directory of Social Change*.
- Wood, D. J. 1991. Corporate Social Performance Revisited. *Academy of Management Review*, 16: 691-718.