



# PRINCIPES DE L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE : UNE DÉMARCHE DES GRANDS INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS SOUS L'ÉGIDE DES NATIONS UNIES

LAURENT DEBORDE \*  
ALAIN MINCZELES \*\*  
JEAN-PIERRE SICARD \*\*\*

1

Face à des investisseurs institutionnels plus orientés vers le long terme et progressivement sensibles aux impacts environnementaux et sociaux sur leurs portefeuilles, les Nations unies ont lancé au printemps 2006 les « Principes de l'investissement responsable ». Au-delà de débats et de désaccords, notamment sur la finalité de ces principes, axés sur la seule amélioration du couple rendement/risque ou intégrant les conséquences de la gestion d'actifs sur la société dans son ensemble, les experts et les représentants des investisseurs associés au projet ont élaboré les grandes lignes des engagements de responsabilité auxquels ils sont prêts à souscrire. La Caisse des Dépôts, très présente dans cette démarche, développe pour son propre compte une intégration de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance dans la gestion de ses actifs, avec deux caractéristiques originales : l'ensemble du portefeuille est concerné et les réflexions portent sur la gestion obligataire.

\* Responsable du département des risques financiers, Caisse des Dépôts.

\*\* Responsable gestion compte propre, Caisse des Dépôts.

\*\*\* Directeur développement durable, Caisse des Dépôts.

*UN PROJET DES NATIONS UNIES POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS*

Lorsque l'on parle d'investissement socialement responsable en France, c'est généralement pour désigner les fonds proposés aux institutionnels et aux particuliers, dont la gestion des actifs prend en compte des critères environnementaux, sociétaux et de gouvernance, exigence complétée de plus en plus par l'utilisation des droits de vote dans les Assemblées générales. Ces approches connaissent une forte dynamique, que traduit la hausse de leurs encours, mais aussi un intérêt croissant des professionnels de la gestion d'actifs pour une diffusion au sein de l'ensemble de leurs portefeuilles de certains critères dits « extra-financiers ». Tout simplement parce qu'ils apparaissent progressivement significatifs dans l'anticipation des performances futures des sociétés, notamment comme révélateurs de nouveaux risques.

La démarche conduite en 2005 par les Nations unies et quelques grands investisseurs institutionnels pour établir des principes de l'investissement responsable prend le problème autrement. Il ne s'agit ni de viser une définition de l'ISR, ni de proposer une norme reconnue au plan international pour ces pratiques spécifiques. L'approche proposée consiste à poser la question de la responsabilité des grands investisseurs institutionnels et à établir une liste d'engagements auxquels ceux-ci pourraient souscrire pour assumer au mieux leurs responsabilités vis-à-vis de la société.

À ce titre, les acteurs financiers visés par cette démarche ne sont pas tant les gérants d'actifs, que leurs clients institutionnels ou les institutionnels qui internalisent leur gestion : fonds de pension, assureurs et réassureurs, fonds de réserve ou autres investisseurs institutionnels publics. Ces investisseurs ont notamment en commun un horizon de placement à long, voire très long terme et une forte préoccupation quant à la sécurité et la pérennité de leurs portefeuilles : ils doivent pouvoir constituer des réserves, assurer la valorisation des fonds qui leur sont confiés ou servir des retraites dans 10, 20, 30 ans ou davantage. Au-delà de la recherche des valeurs qui vont réaliser les meilleurs résultats, cet horizon les rend surtout très sensibles aux fondamentaux qui vont conduire à la performance globale des différentes places boursières et limiter les risques systémiques, tant pour les marchés d'actions que pour les taux. D'où l'intérêt croissant qu'ils manifestent pour les risques que font courir les dégradations profondes de l'environnement produites par nos économies ou les déséquilibres sociaux de dimension planétaire facteurs de crise et de remise en cause de nos modèles de développement. Quant à l'impact négatif d'une gouvernance défailante des entreprises, le début des années 2000 l'a suffisamment manifesté pour que la



majorité des investisseurs y soit aujourd'hui sensible, même ceux qui restent très centrés sur le court terme.

### *UNE PRISE EN COMPTE CROISSANTE DES ENJEUX ENVIRONNEMENTAUX, SOCIAUX ET DE GOUVERNANCE*

De nombreux acteurs financiers se sont regroupés, depuis plusieurs années déjà, au sein de « l'initiative finance » du Programme des Nations unies pour l'environnement (UNEP-FI), pour réfléchir ensemble à ces nouveaux enjeux et produire différents travaux d'études et d'analyse. Le rapport publié en juin 2004 par le groupe de travail Asset management de l'UNEP-FI, intitulé « *The Materiality of Social, Environmental and Corporate Governance issues to Equity Pricing* » s'est ainsi efforcé de montrer combien la prise en compte de ces nouvelles dimensions devenait progressivement nécessaire pour analyser les entreprises en termes de risque et de valorisation future. D'autres rapports récents témoignent de la même dynamique comme « *Mainstream Responsible Investment* » du World Economic Forum (janvier 2005) ou « *Who cares wins : connecting financial markets to a changing world* » du Global Compact de l'ONU (2004). Parallèlement, les assureurs et réassureurs, directement concernés dans leur métier, prennent conscience des très graves impacts du changement climatique résultant des émissions de gaz à effet de serre si rien n'est fait pour les limiter, inquiétude qui s'étend progressivement à de nombreux acteurs financiers, réunis dans le « Carbon Disclosure Project », qui en est à sa troisième campagne.

Le secteur financier était auparavant peu touché par les critiques, parfois déstabilisatrices, qu'ont connues de grandes entreprises industrielles à partir des années 1990 de la part d'ONG dénonçant leur impact écologique négatif, les conditions de travail de leurs sous-traitants (travail des enfants...) ou leur présence dans des dictatures. Or cette mise en cause s'étend désormais aux banques, pour leur impact indirect, en tant que financeur de projets ou actionnaire d'entreprises contestées. En outre, les agences de *rating* sociétal élargissent progressivement leur évaluation du secteur financier à l'analyse des portefeuilles détenus et aux impacts des financements, et plus seulement à la mesure de la responsabilité directe dans l'exercice de l'activité. Enfin, la dynamique de la *corporate governance*, si elle crée de nouvelles exigences pour les dirigeants des sociétés, conduit aussi les investisseurs à s'interroger sur leur propre responsabilité au regard des pratiques des entreprises dont ils détiennent des actifs.

Relativement à ces nouveaux enjeux, différents référentiels ont été développés ces dernières années, comme ceux de l'ICGN<sup>1</sup> ou de l'EuroSIF<sup>2</sup>, et de grands institutionnels ont défini leurs propres lignes



directrices, comme CalPERS<sup>3</sup>, Hermes<sup>4</sup> ou le Norwegian Petroleum Fund<sup>5</sup> et d'autres. Mais ces démarches ne permettent pas à un investisseur qui souhaiterait s'engager dans une démarche de responsabilité sociétale de pouvoir adopter un corps de principes reconnus au plan international qui lui serve de guide pour son action. Elles constituent en revanche un point d'appui essentiel pour construire de tels principes.

*DES EXPERTS DE L'ISR ET DE GRANDS INVESTISSEURS  
INSTITUTIONNELS RÉUNIS PAR LES NATIONS UNIES  
POUR ÉLABORER DES PRINCIPES PARTAGÉS*

C'est dans ce contexte que le Programme des Nations unies pour l'environnement et le Pacte mondial (Global Compact) - initiative lancée par le secrétaire général des Nations unies en direction des entreprises autour d'engagements environnementaux et sociétaux - ont proposé fin 2004 à quelques grands investisseurs des différents continents - dont la Caisse des Dépôts en France - de travailler ensemble à l'établissement de principes de responsabilité auxquels ils pourraient souscrire, dans le cadre d'un projet intitulé « Principles for Responsible Investment » (PRI). Au-delà de l'élaboration de ces principes, il s'agit également de faire des propositions aux autorités de régulation pour faciliter la diffusion de ces pratiques, voire de lever des obstacles à la mise en œuvre de ces engagements.

Pour réaliser cette démarche, deux groupes de travail se sont réunis parallèlement au cours de l'année 2005. Une soixantaine d'experts internationaux d'origines diverses (organisations internationales, ONG, banques et institutions financières, consultants, chercheurs, agences de notation...) s'est d'abord constitué, à Paris au siège de la Caisse des Dépôts, pour défricher le terrain et construire les premières propositions. Celles-ci ont été ensuite étudiées à New York, et structurées sous forme de principes par une vingtaine d'investisseurs institutionnels, représentés par leurs responsables financiers ou leurs dirigeants, en mesure d'évaluer ce sur quoi ils étaient prêts à s'engager. On y retrouvait majoritairement des fonds de pension (comme CalPERS ou le Public Sector Superannuation Scheme australien par exemple), des réassureurs (comme Munich Re), des fonds de réserve (comme le Norwegian Government Petroleum Fund ou le Fonds de réserve pour les retraites français) et des fondations (par exemple la Nathan Cummings Foundation). Si l'Amérique du Nord et l'Europe étaient majoritairement représentées, un Asiatique (Government Pension Fund of Thailand) et un Latino-Américain (le brésilien PREVI) en étaient également. Les experts ont repris ces travaux à Toronto, notamment pour approfondir des questions soulevées par les institutionnels, évaluer la faisabilité de



certaines propositions et leurs conséquences pour les marchés ou du point de vue des dispositifs de régulation, le groupe de travail des investisseurs, réuni à Londres en octobre 2005, ayant eu la dernière main sur la rédaction des principes eux-mêmes. L'ensemble du processus est placé sous l'égide des Nations unies et accompagné par les équipes du Programme des Nations unies pour l'environnement, appuyées par des consultants.

*AMÉLIORER LE COUPLE RENDEMENT/RISQUE  
OU TENIR COMPTE AUSSI DES IMPACTS DE LA GESTION  
SUR LA SOCIÉTÉ ?*

L'une des difficultés de la démarche a résidé dans les différences d'approche selon le type d'investisseurs et, plus fondamentalement, dans les décalages culturels, notamment entre Américains et Européens, qui se traduisent aussi par des modèles réglementaires différents. Les fonds de pension nord-américains sont notamment très sensibles à leur responsabilité fiduciaire, qui rend particulièrement prudents des dirigeants juridiquement responsables de leurs options de gestion. C'est un obstacle pour des principes d'investissement responsable si la mise en œuvre d'une responsabilité sociétale peut apparaître formellement comme une contrainte pour l'appréciation du portefeuille, mais cela peut être un atout si on considère que la non prise en compte de facteurs environnementaux ou sociaux accroît les risques... Par ailleurs, pour des investisseurs institutionnels de dimension mondiale, la construction de principes reconnus au plan international parce que placés sous l'égide de l'ONU est évidemment un avantage relativement au « risque » de la coexistence d'approches nationales ou continentales différenciées, paradoxe déjà constaté pour les multinationales de l'industrie, demandeuses de formes de régulation mondiale plus acceptables que les réglementations locales, si toutefois les normes internationales restent peu contraignantes...

Même si les participants du groupe des investisseurs réunis à New York, puis à Londres, ont pu finalement s'entendre sur un texte de principes, leurs débats ont révélé des divergences assez profondes quant à la notion de responsabilité de l'investisseur et aux raisons justifiant l'intégration de critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance (ESG) dans la gestion.

Pour les uns, particulièrement représentés chez les financiers anglo-saxons, le gestionnaire d'actifs n'a de responsabilité que vis-à-vis du bénéficiaire final de sa gestion, et cette responsabilité se résume à la recherche de la meilleure performance financière, en termes de couple rendement/risque. Toute autre considération serait, non seulement

illégitime, mais sans doute illégale, au vu de la lecture qu'ils font de la *fiduciary duty* des gestionnaires. Aussi l'intégration de critères ESG, la prise en compte de l'intérêt de diverses parties prenantes, ne devrait-elle reposer que sur la conviction que ces critères permettent d'améliorer la performance ou de réduire les risques. Concernant la gouvernance, ce point fait l'objet d'un consensus : ce qu'on perçoit désormais comme les dérives managériales de la fin des années 1990 et du début des années 2000, et les faillites ou pertes qu'elles ont générées sur certaines valeurs, ont convaincu de l'intérêt pour l'investisseur final que le mandataire exerce une gouvernance rigoureuse pour veiller aux intérêts des investisseurs actionnaires.

L'importance des questions environnementales ou sociales pour la performance, en revanche, suscite encore des controverses. Certes, différents travaux internationaux<sup>6</sup> montrent l'impact des critères ESG sur les résultats des entreprises, en particulier dans certains secteurs d'activité. Des promoteurs d'OPCVM présentent les performances financières favorables de fonds gérés suivant des critères ESG comme l'effet de la prise en compte de ces critères. Mais les mêmes n'en conservent pas moins des produits n'y faisant pas appel : tout au plus ont-ils validé l'ISR comme un style de gestion légitime parmi d'autres. Et le coût aujourd'hui élevé d'intégration dans l'analyse financière des critères ESG, comme l'hétérogénéité des services proposés, sont en outre des freins à leur adoption par tous les investisseurs sur la seule base de la rentabilité attendue. Forts toutefois de premières expérimentations et des arguments donnés par les études réalisées, les tenants de la prise en compte de critères extra-financiers en vue de la performance sont prêts à s'engager sur des principes confortant notamment l'approfondissement de l'analyse dans ce domaine et poussant à ce que la mesure de la performance et du risque soit réalisée à plus long terme, pour mieux intégrer ces dimensions.

#### *DES INVESTISSEURS PUBLICS FAVORABLES À DES PRINCIPES INTERNATIONAUX NORMATIFS*

Pour les autres, que nous appellerons « normatifs », la responsabilité de l'investisseur ne se limite pas à la poursuite de ses intérêts financiers particuliers, mais s'étend à l'effet sur la collectivité de ses investissements. Ce point de vue a été défendu principalement, mais pas seulement, par des investisseurs publics d'Europe Continentale. Ici, la responsabilité s'attache également aux effets indirects des investissements sur les parties prenantes des entreprises en portefeuille, ou sur les générations futures, en termes de respect de droits ou de créations d'externalités. Se pose alors le problème de la légitimité des critères



précis, suivant lesquels on évaluera les intérêts de ces tiers et de l'ampleur qu'on leur accordera. La référence aux conventions internationales, notamment celles établies sous l'égide de l'ONU, fournit une réponse possible. La responsabilité de l'investisseur consistera alors, entre autre, à s'assurer que l'argent qu'il investit n'est pas utilisé de manière contraire aux conventions internationales concernant les droits humains, le droit du travail, l'environnement et la corruption : les normes de l'OCDE, ou le Pacte Global de l'ONU (Global Compact) fournissent de tels ensembles de principes.

Cette approche a aussi ses détracteurs qui lui reprochent de conduire la prise en compte des facteurs ESG à l'exclusion des « mauvais élèves » de l'univers d'investissement. Or, cette méthode par exclusion est, disent-ils, peu efficace pour modifier le comportement des entreprises tant qu'elle n'est pas adoptée par un nombre significatif d'investisseurs. En outre, une conception restrictive de la *fiduciary duty* implique qu'elle ne pourrait légalement être mise en œuvre que pour des entités que leur objet social y autorise, tels que des OPCVM dont la fiche signalétique le précise, des associations, des établissements publics.

Les deux approches ne se révèlent finalement pas inconciliables. D'une part, des intérêts communs existent manifestement, en particulier en matière d'information. Quelles que soient leurs motivations, les intervenants s'accordent pour estimer nécessaires un développement, et probablement une standardisation, des *reportings* d'entreprise concernant l'ESG. D'autre part, si certains doutent de la validité empirique des preuves concernant l'apport des critères « ES » pour la performance, un large consensus s'est fait sur l'idée qu'une prise en compte appropriée des critères ESG dans l'évaluation doit permettre, en fin de compte, de diminuer le risque financier pour les investisseurs. Un autre argument rapproche ces points de vue. C'est celui dit de « l'investisseur universel », qui stipule que le détenteur d'un portefeuille bien diversifié répugne à voir une entreprise qu'il détient faire porter ses coûts par la collectivité - les économistes diront, générer des externalités négatives - car il risque de le payer sur un autre actif de son portefeuille. Intérêt particulier et intérêt général se rejoignent ainsi en partie, surtout si l'horizon d'investissement est plus éloigné. D'où la pertinence de ces réflexions pour des investisseurs recherchant la valorisation à long terme de leurs portefeuilles.

En outre, d'autres travaux très récents pourraient contribuer à réduire les fractures : les résultats d'une étude menée par le cabinet de juristes Freshfields Bruckhaus Deringer à l'initiative du groupe de travail « gestion d'actifs » de la branche Finance du Programme des Nations unies pour l'environnement, montrent que les Anglo-Saxons



exagèrent les contraintes de la responsabilité fiduciaire. En particulier, il leur serait loisible de prendre en compte les intérêts non financiers de leurs clients, tels que la qualité de l'environnement dans lequel ils seront amenés à vivre demain, sans violer cette responsabilité. Les résultats de cette étude ouvrent aux investisseurs la voie de critères d'évaluation non financiers issus des valeurs de la collectivité. Ainsi l'objection d'inefficacité faite souvent à l'approche normative pourrait-elle être levée par les investisseurs eux-mêmes : s'ils s'accordent sur des critères communs d'évaluation du comportement des entreprises, nul doute que celles-ci ne pourront considérer avec indifférence les règles posées par ceux qui les financent.

*SIX PRINCIPES AU CŒUR DE LA GESTION DES ACTIFS,  
MAIS LAISSANT OUVERTES LES FORMES POSSIBLES  
DE MISE EN PRATIQUE*

Les « Principes de l'investissement responsable » ont été lancés à New-York le 27 avril et à Paris le 2 mai 2006. Ils dessinent les grandes lignes de nouveaux engagements pour les investisseurs institutionnels.

**Encadré n° 1**

**Principes pour l'investissement responsable<sup>7</sup>**

Assortis d'une introduction et d'une conclusion qui en situent les enjeux et les finalités, les principes sont pour chacun d'entre eux suivis d'une liste d'actions possibles. Les six principes eux-mêmes sont les suivants :

1. Nous prendrons en compte les questions ESG dans les processus d'analyse et de décision en matière d'investissements.
2. Nous serons des actionnaires actifs et prendrons en compte les questions ESG dans nos politiques et pratiques de placement.
3. Nous demanderons aux entités dans lesquelles nous investissons de publier des informations appropriées sur les questions ESG.
4. Nous favoriserons l'acceptation et l'application des Principes dans l'industrie des investissements.
5. Nous nous efforcerons ensemble d'accroître notre efficacité dans l'application des Principes.
6. Nous rendrons compte individuellement de nos activités et de nos progrès dans l'application des Principes.





D'abord l'idée que les responsabilités essentielles des investisseurs institutionnels, et notamment leur responsabilité fiduciaire, imposent l'intégration des facteurs ESG dans l'analyse et les décisions d'investissements. Leur prise en compte ne saurait donc être traitée comme un élément marginal, ou cantonnée à une partie seulement des investissements. En revanche, les principes ne peuvent décrire quelles dimensions opérationnelles ou quels critères précis en matière d'environnement, d'impact social ou de gouvernance doivent être pris en compte, d'autant que l'objectif affiché d'emblée consistait à rédiger un document aussi simple que possible, à l'image des 10 principes du Global Compact.

Mais pour jouer leur rôle d'incitation, chaque principe, ayant un caractère d'engagement à agir dans l'une des directions retenues, doit être suivi par quelques exemples d'actions possibles à mettre en œuvre par un investisseur institutionnel. Il s'agit d'options, correspondant à différents types d'approches - à la fois parce que la nature des investisseurs et leur contexte diffèrent et parce que les pratiques d'investissement socialement responsable ne sont pas homogènes. Toutefois, il faut que les actions réalisées par un investisseur prêt à s'engager soient bien effectives et qu'un *reporting* soit possible pour rendre compte de ses efforts dans ce sens. D'ailleurs, si les principes représentent une démarche volontaire d'acteurs privés - et non des engagements à valeur juridique ou réglementaire -, ils contiennent un engagement de *reporting* sur ce qui est fait ou n'est pas fait... Toutefois, ils ne constituent pas en eux-mêmes un système prescriptif, un standard en mesure d'être audité.

Ces caractéristiques étant posées, les principes concernent 6 grands domaines d'actions :

1. Il s'agit d'abord, d'intégrer des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) au cœur de l'analyse et dans les décisions d'investissement, ce qui suppose par exemple de soutenir le développement de méthodes et d'outils dans ces domaines ou d'encourager les analystes financiers, consultants, *brokers*, services de recherche et agences de *rating* à intégrer les facteurs ESG.
2. Les engagements proposés concernent ensuite les pratiques d'actionnaire actif qui doivent intégrer les questions ESG, à la fois dans l'exercice des droits de vote ou propositions en Assemblées générales et dans la relation directe avec les entreprises du portefeuille.
3. Mais il faut aussi rechercher une transparence appropriée en matière d'ESG de la part des sociétés et autres composantes des actifs détenus : exigence de *reporting* social et environnemental de la part des entreprises, demande d'information sur leur adoption et leur adhésion aux initiatives internationales...

4. Autre champ d'actions possibles, celui de la chaîne de valeur de la gestion d'actifs. Les investisseurs institutionnels, qui confient souvent leurs fonds à des gérants d'actifs et utilisent des consultants ou fournisseurs d'informations, doivent les pousser à prendre en compte les dimensions ESG, en étant prêts à assumer les coûts supplémentaires de ces démarches et en acceptant d'être moins « court termistes » dans leurs exigences vis-à-vis de leurs gérants.

5. Les signataires s'engagent aussi à participer à des collaborations internationales entre investisseurs pour progresser sur ces principes lorsqu'elles pourront être utiles et à travailler entre eux pour les mettre en œuvre.

6. Enfin, seul moyen pour assurer la crédibilité d'une démarche volontaire sans réglementation et sans recours à des tiers vérificateurs, il faut bien sûr un *reporting* de chacun sur la façon dont ces principes seront mis en œuvre.

Cette démarche traduit la tendance croissante des investisseurs à aborder l'investissement socialement responsable comme une approche à appliquer à l'ensemble de leurs actifs plutôt qu'à le considérer comme une niche. Les principes et l'aide à leur mise en œuvre qui sera proposée vont contribuer à cette diffusion de nouvelles pratiques de gestion de portefeuille orientées davantage vers le long terme et prenant en compte, à ce titre, les dimensions sociales et environnementales.

#### Encadré n° 2

##### **La Caisse des Dépôts, un investisseur de long terme engagé dans la démarche des principes pour l'investissement responsable**

Sollicitée par les Nations unies, la Caisse des Dépôts s'est fortement engagée dans cette démarche. Celle-ci fait, en effet, directement écho aux réflexions en cours au sein des équipes de gestion financière sur la responsabilité de l'investisseur et à leur mise en pratique. La Caisse des Dépôts est le principal investisseur français de long terme et un des plus importants au niveau européen. Selon son rapport annuel de 2004, elle détient en direct 17 Md€ de produits obligataires et 16 Md€ d'actions, auxquels s'ajoutent un portefeuille immobilier et des participations. Parallèlement, la Direction des fonds d'épargne de la Caisse des Dépôts gère plus de 100 Md€ de taux et 11 Md€ d'actions.

Le portefeuille d'actifs financiers est un gage de la solidité financière de l'établissement et lui permet d'assurer, outre une partie de



son résultat, le financement de missions d'intérêt général. La gestion de ce portefeuille est donc menée dans une optique de long terme et a conduit, dans un souci de diversification, à élargir l'univers des investissements au cours du temps, aussi bien en termes géographiques qu'en termes de supports d'investissement.

Les caractéristiques d'un horizon de long terme et des missions particulières dévolues à la Caisse des Dépôts l'ont conduite à prendre des engagements en termes de développement durable. Ainsi a-t-elle adopté l'Agenda 21, adhéré au Global Compact, a participé à la création de l'Observatoire sur la responsabilité sociétale des entreprises (ORSE) et au Sommet de Johannesburg en 2002 et accompagne les initiatives sur les Principes de l'investissement responsable (voir ci-dessus). Il était donc naturel que les domaines environnementaux, sociaux et de gouvernance fassent l'objet d'une attention particulière dans un métier aussi important pour la Caisse des Dépôts que la gestion des actifs.

Des réflexions se sont alors engagées sur le mode d'intégration des critères ESG dans la gestion et se poursuivent encore aujourd'hui. Assez rapidement, il est apparu que la Caisse des Dépôts devait tenir compte de ces critères sur l'ensemble de son portefeuille et non pas se limiter à investir dans des fonds spécialisés dans l'investissement socialement responsable (ISR). En effet, la Caisse des Dépôts gère elle-même la quasi-totalité de ses actifs et il aurait été paradoxal d'appliquer en interne des règles spécifiques à une partie du portefeuille tandis que le reste n'y aurait pas été soumis. De plus, si on est persuadé du bien-fondé de la prise en compte de critères extra-financiers dans une bonne gestion de long terme, il n'y a pas de raison de ne pas l'appliquer sur l'ensemble du portefeuille.

Autre caractéristique : alors que la plupart des études concernant l'ISR se sont concentrées sur les actions, les réflexions en cours au sein de la Caisse des Dépôts portent également sur la gestion obligataire. Certes, si les critères de bonne gouvernance ont moins d'intérêt pour la détention d'actifs de taux, la décision de détenir ou pas une dette ou des capitaux propres d'un émetteur ne respectant pas certains critères ne peut s'arrêter sur le support de cette détention.

Parallèlement à ces réflexions et à leur expérimentation dans sa gestion financière, la Caisse des Dépôts a mis en place progressivement au cours de ces dernières années de nouvelles pratiques en matière de gouvernance, tant en ce qui concerne l'utilisation de ses droits de vote que le rôle de ses administrateurs : premier ou deuxième actionnaire de nombre d'entreprises françaises, elle se doit de porter une attention particulière à la gouvernance des sociétés au capital

desquelles elle est associée. Les performances de l'entreprise dépendent notamment de sa gouvernance : des pouvoirs de décision et d'exécution clairement identifiés, distribués, équilibrés et contrôlés sont un facteur de réussite et réduisent les risques.

Depuis 3 ans, ces nouvelles approches ont fait leurs preuves et le vote des actionnaires a indéniablement influencé les projets de résolutions des années suivantes et le dialogue avec les sociétés ne peut que s'en trouver amélioré.

La réflexion et l'expérimentation de l'inclusion de critères ESG dans la gestion du portefeuille, comme les pratiques de gouvernance, ont permis à la Caisse des Dépôts de contribuer activement aux travaux des principes de l'investissement responsable, en collaboration avec les équipes financières du Fonds de réserve pour les retraites. Ces principes et les recommandations pour leur mise en œuvre vont devenir une référence et des outils à partir desquels la Caisse des Dépôts, comme d'autres grands acteurs financiers, déterminera les pratiques lui permettant d'exercer au mieux sa responsabilité d'investisseur.

1. ICGN, (International Corporate Governance Network), réseau international sur le gouvernement d'entreprise, fondé en 1995 à l'instigation de grands investisseurs institutionnels, représente des investisseurs, des entreprises, des intermédiaires financiers, des chercheurs et d'autres parties intéressées au développement de pratiques mondiales en matière de gouvernement d'entreprise. Le 8 juillet 2005, l'ICGN a publié une révision de ses principes de gouvernement d'entreprise : *ICGN Statement on Global Corporate Governance Principles*. Ces principes énumèrent les éléments majeurs que les investisseurs, membres du réseau, prennent en compte dans leurs décisions d'investissement sur les questions de transparence et de communication des pratiques de gouvernement d'entreprise, de processus d'audit, de l'exercice du droit de vote, de la responsabilité des actionnaires, de rémunération, d'éthique des affaires et de citoyenneté de l'entreprise. [www.icgn.org/organisation/documents/cgp/revisted\\_principles\\_jul2005.php](http://www.icgn.org/organisation/documents/cgp/revisted_principles_jul2005.php)

2. Eurosif, forum européen de l'investissement socialement responsable, a publié en septembre 2005 la révision de ses lignes directrices de transparence pour permettre aux gérants d'actifs de rendre compte de leurs pratiques d'intégration des problématiques sociales, environnementales et de gouvernance dans leur processus d'investissement.

[www.eurosif.org/pub2/lib/2005/09/transpev/eurosif-TGs-ESGII\\_EXTPILOT.pdf](http://www.eurosif.org/pub2/lib/2005/09/transpev/eurosif-TGs-ESGII_EXTPILOT.pdf)

3. CalPERS - lignes directrices révisées en avril 2005 :

[www.calpers-governance.org/principles/domestic/us/downloads/us-corpgov-principles.pdf](http://www.calpers-governance.org/principles/domestic/us/downloads/us-corpgov-principles.pdf)

4. HERMES - Principes définis en 2002 :

[www.hermes.co.uk/pdf/corporate\\_governance/Hermes\\_Principles.pdf](http://www.hermes.co.uk/pdf/corporate_governance/Hermes_Principles.pdf)

5. Norwegian Petroleum Fund - Principes de décembre 2004 :

<http://odin.dep.no/fin/english/topics/p10001617/p10002777/bn.html>

6. « *The Materiality of Social, Environmental and Corporate Governance issues to Equity Pricing* » rapport publié par le groupe de travail Asset management de l'UNEP-FI (juin 2004) ; « *Mainstream Responsible Investment* » du *World Economic Forum* (janvier 2005) ; « *Who cares wins : connecting financial markets to an changing world* » du *Global Compact* de l'ONU (2004).

7. La version intégrale de ces principes est disponible sur le site Internet de Novethic.