



# L'IMPACT DE L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE SUR L'ENVIRONNEMENT : QUELQUES ÉLÉMENTS DE RÉFLEXION

MARIANNE RUBINSTEIN \*

Les catastrophes écologiques des vingt dernières années (Bhopal, Tchernobyl, Exxon Valdez, ...) ainsi que l'accès à de nouvelles informations sur divers risques écologiques (réchauffement de la planète, OGM...) ont favorisé une prise de conscience citoyenne et politique des risques écologiques. À partir notamment du rapport Brundtland (1987) et de la conférence de Rio (1992), un faisceau de pressions s'est fait jour pour que les entreprises tiennent compte des conséquences sociales et environnementales de leurs activités productives. Sur la même période, les investisseurs institutionnels sont devenus des acteurs économiques majeurs par l'ampleur de leurs placements sur les marchés financiers. Ainsi, en 1998, les investisseurs institutionnels des pays industrialisés gèrent plus de 30 000 milliards de dollars d'actifs, dépassant le PIB global des pays concernés<sup>1</sup>. Ce mouvement n'a pas épargné l'investissement socialement responsable (ISR), dont le développement aux États-Unis et au Royaume-Uni dans les dix dernières années a été spectaculaire. L'ISR constitue par définition un relais des préoccupations morales et citoyennes des investisseurs. À ce titre, il s'est fait l'écho des inquiétudes croissantes relatives aux risques écologiques et tente de peser sur les conséquences environnementales de l'activité des firmes. Dans cet article, notre objectif est de tenter d'évaluer l'impact réel de l'ISR sur l'environnement. Pour cela, nous procéderons en trois temps. Dans une première partie, nous dresserons un bilan du poids financier de l'ISR avant de nous interroger sur son évolution future. Dans une deuxième partie, nous montrerons comment l'ISR a progressivement intégré des préoccupations environnementales et quelle place

\* Université Paris VII et CEPN.

L'auteur tient à remercier François Beaujolin, Laura Donovan, Eric Loiselet et Gregory Schneider-Maunoury pour le temps qu'ils ont bien voulu lui consacrer. Néanmoins, les propos tenus ici n'engagent que leur auteur.

elles occupent aujourd'hui. Dans une troisième partie, nous présentons une grille d'analyse de l'impact de l'ISR sur l'environnement, en distinguant l'impact sur les entreprises ciblées par l'ISR et l'impact macroéconomique.

### *L'IMPACT FINANCIER CROISSANT DE L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE*

#### *Définition et état des lieux de l'investissement socialement responsable*

L'investissement socialement responsable (ISR) combine à la fois des objectifs de rentabilité financière et des objectifs éthiques, sociaux et environnementaux.

Il existe en fait trois types d'ISR :

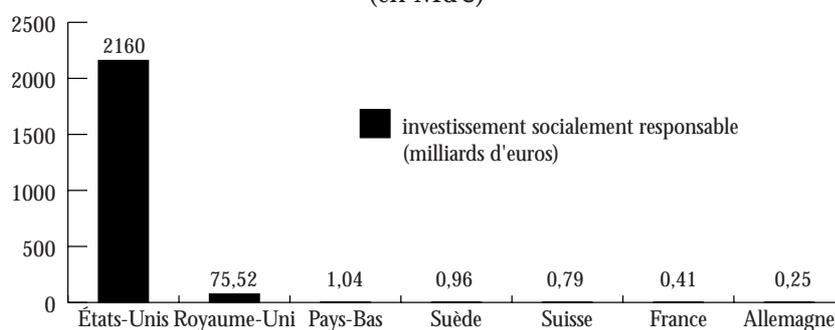
- *la sélection ou le filtrage* désigne la pratique qui consiste à exclure (filtrage négatif) les titres de certaines entreprises des portefeuilles d'investissement ou des supports de gestion collective, sur la base de critères éthiques, sociaux et environnementaux ; ou, à l'inverse, à inclure (filtrage positif) certains titres, du fait de la compatibilité de la stratégie de l'entreprise avec les valeurs de l'investisseur socialement responsable ;
- *l'activisme actionnarial* désigne les actions des investisseurs socialement responsables pour établir un dialogue sur les questions qui les préoccupent avec les dirigeants des entreprises dont ils sont actionnaires. Il désigne aussi les actions qui consistent à proposer et à soumettre au vote des résolutions sur ces mêmes préoccupations ;
- enfin, *les programmes d'investissement solidaire* consistent à fournir des capitaux à des personnes ayant des difficultés à s'en procurer de manière conventionnelle, pour financer des projets dont l'utilité sociale ou environnementale est reconnue. Ils ont une importance financière marginale par rapport aux deux précédents types d'ISR.

L'ISR s'est principalement développé aux États-Unis, et dans une moindre mesure au Royaume-Uni (graphique n° 1). De manière générale, les pays à régime de retraite par capitalisation offrent un terreau privilégié à l'ISR. Aux États-Unis, il représente aujourd'hui plus de 2000 Md\$. À titre de comparaison, l'ensemble des investisseurs institutionnels (organismes de placement collectif, compagnies d'assurance et fonds de pension) totalise aux États-Unis 19 900 Md\$ en 2001 (cf. le *Nelson's Directory of Investment Managers*). L'ISR représente donc 12 % de l'ensemble de l'épargne gérée par les investisseurs institutionnels américains.

Sa croissance a été considérable depuis 1995 (graphique n°2), alors même que la demande solennelle de Nelson Mandela en 1993 de cesser d'exercer des mesures de rétorsion contre l'Afrique du Sud - dans un contexte où l'ISR s'était principalement développé sur le thème de la lutte anti-apartheid (cf. infra) - laissait présager un reflux de ce type d'investis-

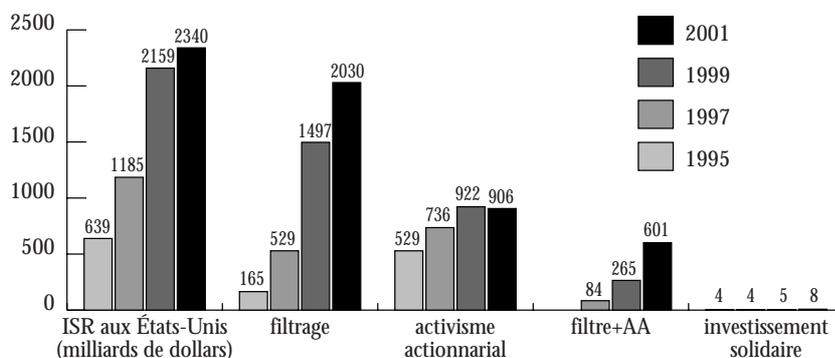
sement. Il semble donc qu'il existe une demande sociale d'individus et d'institutions (fondations, communautés religieuses, universités, associations charitables, fonds de pension...) pour ce type d'investissement.

**Graphique n° 1**  
**Une comparaison États-Unis/Europe des capitaux investis dans l'investissement socialement responsable (en Md€)**



Source : Sicard (2001).

**Graphique n° 2**  
**Évolution de l'ISR par type aux États-Unis 1997-2001 (en Md\$)**



Source : Social Investment Forum

*Les déterminants de l'évolution de l'investissement socialement responsable*

Le maintien et le développement d'une demande sociale pour l'ISR et les réformes institutionnelles en cours, notamment celles des régimes de retraite, laissent présager un développement important de l'ISR. Mais la question de sa rentabilité financière à long terme pourrait freiner cette évolution.

*Le maintien et le développement d'une demande sociale pour l'ISR*

En premier lieu, dans le régime de croissance patrimonial défini par Aglietta (1999), « l'esprit du capitalisme » devrait s'incarner de manière privilégiée dans l'ISR.

Rappelons que selon Aglietta (1999, p. 5) le régime de croissance patrimonial est caractérisé par « l'extension de l'actionnariat salarié, l'importance des investisseurs institutionnels dans la gouvernance des entreprises [et] le rôle des marchés financiers dans les ajustements macroéconomiques ». Par ailleurs, pour Max Weber (1920), « l'esprit du capitalisme » renvoie à l'ensemble des motifs éthiques qui, bien qu'étrangers dans leurs finalités à la logique capitaliste, inspirent les entrepreneurs dans leurs actions favorables à l'accumulation du capital. Selon Boltanski et Chiappello (1999), le capitalisme actuel doit offrir en premier lieu des justifications éthiques aux cadres (Weber mettait l'accent uniquement sur les entrepreneurs), dans la mesure où ils sont à la fois des salariés et des porte-parole du capitalisme, notamment par rapport aux autres membres des entreprises.

Or, l'ISR offre de nombreux motifs de justification aux cadres. En effet, il permet de promouvoir une vision de la firme plus *stakeholder* que *shareholder*, il rapproche les intérêts des salariés et ceux des actionnaires (et les cadres sont les principaux actionnaires salariés) et promeut un capitalisme « réconcilié » avec les valeurs des individus qui y participent. C'est en tout cas ce qu'affirme Domini (2001), fondatrice d'un des FSR (fonds socialement responsables) les plus importants aux États-Unis : « When you invest in companies that meet certain social or ethical criteria, you reconcile your investment decision with your personal values and reintroduce human dignity and environmental sustainability as goals of equal importance to profits and maximizing shareholder returns » (p. 49).

Dès lors, il apparaît logique que dans le régime de croissance patrimonial, le besoin d'éthique des cadres, qu'ils soient actionnaires salariés et/ou détenteurs d'une épargne placée par les investisseurs institutionnels sur les marchés financiers, s'incarne de manière privilégiée dans l'ISR. Plusieurs enquêtes témoignent de cette tendance. Par exemple, une enquête de l'EIRIS (Ethical Investment Research Service) de 1997 a révélé que 70 % des 700 adultes sondés au Royaume-Uni souhaitaient des retraites impliquant une sélection éthique des investissements (44 % à la condition que cela puisse être fait sans réduction du produit financier, 29 % même si cela devait diminuer l'allocation retraite). Par ailleurs, selon une enquête de l'UKSIF (United Kingdom Social Investment Forum), cette demande émane plus particulièrement des jeunes et des femmes.

Par ailleurs, certains investisseurs institutionnels majeurs peuvent avoir intérêt à promouvoir l'ISR. C'est le cas notamment des fonds de pension à prestation définie et à gestion interne (comme Calpers) dont l'inscription dans le long terme peut les amener à tenir compte des externalités liées à l'activité des firmes. En effet, comme l'a montré la théorie de la croissance endogène, celles-ci pèseront sur la croissance future et donc sur la profitabilité globale des firmes. Il peut en être de même pour certaines compagnies d'assurance qui mènent une réflexion sur l'entreprise socialement responsable dans l'optique de mieux évaluer les risques sociaux et environnementaux futurs (cf. notamment l'Association for British Insurers, 2001).

#### *Les réformes institutionnelles en cours*

Nous distinguerons ici le cas des États-Unis et du Royaume-Uni, pays dans lesquels l'ISR a déjà connu un développement notable, et celui de la France où il reste encore marginal :

- au Royaume-Uni, en vertu de la loi du 3 juillet 2000, les principaux fonds de pension (*occupational pension funds*) ont l'obligation de déclarer la manière dont ils tiennent compte (à la fois dans leur politique d'acquisition et dans leur comportement d'actionnaire) des considérations sociales, environnementales et éthiques, Selon Eugenie (2000), 59 % des 171 principaux *occupational pension funds* (représentant 78 % des titres), incorporent de l'ISR dans leurs stratégies, à la fois par leurs engagements propres et par les recommandations qu'ils font à leurs gestionnaires de fonds. Ces règles doivent être étendues aux autres régimes de retraite, notamment les *stakeholder pensions* et les *local authority pension funds*. Par ailleurs, l'Association for British Insurers (ABI) qui représente 97 % du marché de l'assurance britannique et contrôle environ un quart des flux financiers sur le *London Stock Market* a publié en 2001 des principes pour guider les investissements de leurs membres et promouvoir la publication par les sociétés cotées d'informations à caractère social et environnemental ;
- en France, trois modifications majeures de nature institutionnelle laissent augurer un développement de l'ISR. Premièrement, la loi NRE du 2 mai 2001 oblige les sociétés cotées à rendre compte des « conséquences sociales et environnementales de [leur] activité » (article 116), ce qui pourrait conduire au développement de l'ISR dans le cas de fonds français orientés vers les entreprises françaises. Deuxièmement, pour l'épargne collectée conformément à la loi du 19 février 2001 sur l'épargne salariale, les syndicats CGT, CFTC, CFDT et CGC ont créé en janvier 2002 le CIES (Comité Intersyndical sur l'Épargne Salariale), qui est chargé de sélectionner les fonds qui sécurisent l'épargne des salariés et pratiquent une politique d'ISR<sup>2</sup>. Troisièmement, la loi sur les



fonds de réserve du 17 juillet 2001 (qui porte sur la création d'un fond de réserve doté de 150 Md€ à l'horizon 2020 pour les régimes obligatoires d'assurance retraite) prévoit que le Directoire du Fonds de réserve rende compte régulièrement au Conseil de Surveillance et « retrace notamment, à cet effet, la manière dont les orientations générales de la politique de placement du fonds ont pris en compte des considérations sociales, environnementales et éthiques » (art L. 135-8) ;

- dans le cas des États-Unis, il convient de rappeler que les fonds de pension sont au premier rang des investisseurs institutionnels et qu'il existe deux types de fonds : les fonds DB (*Defined Benefit*) qui relèvent de la loi ERISA (1974) et les fonds DC (*Defined Contribution*) ou fonds 401K, dont la législation date de 1981. Ces deux types de fonds ne relèvent pas de la même logique : dans le cas des fonds DB, le *trustee* s'engage à verser un niveau de rente prédéfini alors que dans le cas des fonds DC, le risque est porté par le salarié et le fonds n'assure qu'une fonction de sélection de gestionnaire pour compte de tiers. En ce qui concerne les fonds DC, ils ont d'ores et déjà largement développé l'ISR puisqu'en 1999, 35 % des fonds de pension 401K déclarent offrir des options de ISR, contre 16 % en 1996 (Jacobius 1999). La situation est beaucoup plus complexe pour les fonds DB. En effet, la latitude offerte à ce type de fonds pour faire de l'ISR n'est pas claire. La gestion des fonds DB doit en effet respecter les principes de prudence et de loyauté tels qu'ils sont définis par la loi ERISA et dont il n'est pas évident qu'ils soient compatibles avec l'ISR. La *Pension and Welfare Benefits Administration* a tenté de clarifier la situation en déclarant en 1998 qu'il n'y avait pas d'incompatibilité de principe entre la responsabilité fiduciaire des *trustee* des fonds DB et leur engagement dans l'ISR dès lors que le rendement de l'ISR était comparable à celui d'investissements d'une même catégorie de risques (Arrington 1999). Mais l'ambiguïté n'a pas disparu et porte maintenant plus spécifiquement sur la question de la rentabilité financière corrigée du risque de l'ISR. C'est pourquoi les *trustee* des fonds DB, en l'absence de modifications substantielles du principe de prudence (Read 1998), restent plutôt en retrait par rapport à l'ISR (cf. aussi Yaron 2001 pour un débat similaire dans le cas canadien). De ce point de vue, les prises de position novatrices d'un fonds DB comme Calpers (notamment l'annonce en février 2002 de son désengagement de la Thaïlande, des Philippines, de la Malaisie et de l'Indonésie du fait des conditions de travail dans ces pays) et les réactions qu'elles suscitent devraient contribuer à clarifier le débat.

#### *La rentabilité financière de l'ISR*

C'est une des questions les plus controversées et dont l'issue est cruciale pour le développement de l'ISR. Jusqu'à présent, les fonds



socialement responsables (FSR) ont eu des résultats financiers tout à fait honorables (cf. notamment Sicard 2001 et, pour des données actualisées, le site [www.Socialfunds.com](http://www.Socialfunds.com)). Néanmoins, selon la théorie moderne du portefeuille, la rentabilité financière corrigée du risque des fonds filtrés est nécessairement inférieure à celle du marché dans la mesure où ces fonds excluent certains titres. Dès lors, les bons résultats des FSR sur les dix dernières années sont interprétés comme temporaires et liés à un niveau de risque plus élevé (du fait notamment d'un surinvestissement dans les valeurs de la « nouvelle économie » et d'un sous-investissement dans les entreprises pétrolières). La théorie moderne du portefeuille suppose cependant que les marchés ne sous-évaluent pas les risques sociaux et environnementaux des firmes qui ne sont pas socialement responsables. Cette hypothèse est d'ailleurs plutôt confirmée par diverses études démontrant que les titres des sociétés annonçant de bonnes performances environnementales s'apprécient de manière significative (Klassen et McLaughlin, 1996 ; Feldman, Soyka et Ameer, 1997 ; Dowell, Hart and Yeung, 2000). Dans le même ordre d'idées, l'étude KPMG (2000) auprès des sociétés cotées françaises montre que les managers pensent que le thème de l'éthique est important pour les actionnaires, en particulier les investisseurs institutionnels étrangers. Ainsi, selon la théorie moderne du portefeuille, si les marchés financiers ont déjà incorporé dans les prix des actifs toute l'information publiquement disponible sur les firmes (efficacité semi-forte), l'ISR ne peut qu'avoir une performance moindre à risque égal. En effet, l'enjeu n'est pas de démontrer qu'il existe une corrélation entre les performances économiques et les performances sociale et environnementale, ce que démontrent effectivement plusieurs études existantes (cf. Haveman et Webster, 1999), mais que ce lien est sous-évalué par les marchés. Ce qui n'est pas démontré empiriquement et nécessite des séries statistiques plus longues que celles dont on dispose actuellement. Néanmoins, la multiplication des indices d'ISR (la gamme d'indices FTSE4Good, les indices du cabinet KLD, les indices Dow Jones...) va constituer à l'avenir un élément de clarification du débat.

*LA MONTÉE EN PUISSANCE DU THÈME  
DE L'ENVIRONNEMENT DANS L'INVESTISSEMENT  
SOCIALEMENT RESPONSABLE*

*Un rapide historique de l'ISR*

Au dix-huitième siècle, John Wesley (1703-1791), fondateur de l'église méthodiste, enjoint dans le sermon *The use of money* d'éviter de faire du profit en faisant du tort à son voisin (*hurting our neighbor*<sup>3</sup>). Il

incite ceux qui l'écoutent à ne pas investir dans les industries de la tannerie qui polluent les rivières et qualifie l'industrie chimique naissante d'absolument malsaine (*absolutely and totally unhealthy*<sup>4</sup>). Du début de la révolution industrielle jusqu'aux années 1960, l'ISR reste avant tout religieux et se fonde sur le refus de financer certaines activités (principalement l'alcool, le jeu, le tabac, les armes et la pornographie).

À partir de la fin des années 1960, l'ISR change de physionomie et devient un des vecteurs de la contestation, notamment sur les thèmes de la discrimination raciale et de la guerre du Vietnam. Domini (2001) raconte notamment comment, après la publication de la fameuse photo de l'enfant brûlée par le napalm en 1972, émerge dans la société civile le désir d'exercer, d'une manière ou d'une autre, des mesures de rétorsion contre Dow Chemical.

Dans les années 1970, l'ISR se développe autour du combat anti-apartheid en Afrique du Sud. L'élection du prêtre Léon Sullivan, représentant de l'église épiscopale, au Conseil d'Administration de General Motors, constitue un tournant. Après la révolte de Soweto de 1976, Sullivan édicte un code de conduite relatif à l'activité des firmes américaines en Afrique du Sud (les principes Sullivan) sur lequel se structure l'ISR.

À partir de 1980, les entreprises du Standard & Poors 500 qui ne commercent pas avec l'Afrique du Sud sont recensées dans un indice spécifique, le SAFE (South Africa Safe Equity). Les pressions des investisseurs se font croissantes pour que les firmes américaines se retirent d'Afrique du Sud. C'est le cas de General Electric, Coca-Cola, General Motors, Exxon en 1996, IBM et Kodak en 1987, Merck, Ford et Dow Chemical en 1988, Boeing, Hewlett-Packard, Mobil et American Home Products en 1989 (Loiselet, 2000).

Cette période s'achève en 1993, avec la demande solennelle de Mandela devant les Nations-Unies de « mettre fin à toutes les sanctions économiques contre l'Afrique du Sud ». Pourtant, l'ISR ne décline pas. Au contraire, il se développe massivement de 1995 à 2001 (graphique n° 2) sur le terreau des nouvelles préoccupations de la société civile, au premier rang desquelles l'environnement. En effet, les catastrophes écologiques des vingt dernières années (Bhopal, Tchernobyl, Exxon Valdez...) ainsi que l'accès à de nouvelles informations sur divers risques écologiques (réchauffement de la planète, OGM...) conduisent à une prise de conscience citoyenne des risques écologiques, naturellement relayée par l'ISR.

### *La présence des préoccupations environnementales dans les fonds filtrés et les fonds activistes*

L'environnement est donc aujourd'hui une des préoccupations majeures de l'ISR. Pour mieux en évaluer l'importance, nous distinguerons

les deux principales techniques de l'ISR : le filtrage et l'activisme actionnarial.

Comme le montre le tableau n° 1, l'environnement est un des filtres les plus couramment utilisés. Cependant, un chiffrage plus précis de l'importance des préoccupations environnementales dans les fonds filtrés n'est pas réalisable dans la mesure où ces fonds utilisent en général non pas un seul mais une combinaison de filtres, à la fois positifs et négatifs. C'est le cas en particulier des huit principaux FSR, comme le montre le tableau n° 2. Mais cette pratique n'est pas restreinte à ces seuls FSR. Elle concerne également la plupart des autres FSR ainsi que les investisseurs institutionnels traditionnels qui pratiquent l'ISR. En effet, davantage que le filtrage « simple », le filtrage « multiple » correspond à une vision de la firme de type *stakeholder*<sup>5</sup> c'est-à-dire à une représentation de la firme qui a l'avantage d'être déjà théorisée et problématisée (notamment dans le cadre du débat qui oppose les tenants de la firme *stakeholder* à ceux de la firme *shareholder*).

**Tableau n° 1**  
**Fréquence des filtres utilisés dans les fonds filtrés aux États-Unis**  
**(1995-2001)**

Filtres les plus couramment utilisés (par 50 % ou plus des fonds filtrés)	Filtres communément utilisés (par plus de 30 % et moins de 49 % des fonds filtrés)	Filtres spéciaux (utilisés par moins de 30 % des fonds)
Tabac	Relations du travail	Respect des normes internationales du travail
Environnement	Droits des animaux	Avortement/contrôle des naissances
Droits de l'homme	« Community Investing »	« Executive compensation »
Absence de discrimination dans l'emploi	« Community relations »	
Jeu		
Alcool		
Armes		

Source : Social Investment Forum (2001)

Par ailleurs, dans les fonds pratiquant l'activisme actionnarial, le thème de l'environnement est, avec celui des relations salariales, au premier rang des préoccupations. Selon SIF (2001) sur 261 résolutions proposées par les actionnaires aux firmes américaines et recensées par l'IRCC (Investor Responsible Research Center), 56 portent sur l'environnement (dont 30 sur les principes CERES, 19 sur les organismes génétiquement modifiés et 7 sur le changement climatique ; sur 156 résolutions acceptées, 34 portent sur l'environnement (17 sur les principes CERES, 12 sur les OGM et 5 sur le changement climatique). Deux

des succès marquants de l'activisme actionnarial des dernières années sont relatifs à l'adoption des principes environnementaux CERES dans les entreprises Ford et Nike.

**Tableau n° 2**  
**Les stratégies des huit premiers FSR américains**

Nom du FSR	Valeur du portefeuille (en M\$)	Activisme actionnarial	Environnement	Autres critères de filtrage
Calvert Social Equity (A)	347,1	Oui	Filtres positifs et négatifs	Oui
Citizens Core Growth Fund	372,2	Oui	Filtres positifs et négatifs	Oui
Parnassus Fund	412,6	Oui	Filtres positifs et négatifs	Oui
Calvert Social Balanced (A)	554,8	Oui	Filtres positifs et négatifs	Oui
Ariel Fund	1096,0	Non	Filtres négatifs	Oui
Pax World Balanced Fund	1169,4	Oui	Filtres positifs et négatifs	Oui
Domini Social Equity Fund	1217,8	Oui	Filtres positifs et négatifs	Oui
Ariel Appreciation	1379,9	Non	Filtres négatifs	Oui

Source : tableau établi par l'auteur à partir de [www.socialfunds.com](http://www.socialfunds.com)

*LES DIFFICULTÉS DE MESURE DE L'IMPACT  
DE L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE  
SUR L'ENVIRONNEMENT*

*Les performances environnementales des firmes sélectionnées  
par l'ISR*

Le pilier de la stratégie environnementale des investisseurs institutionnels - que cette stratégie passe par le canal du filtrage et/ou par celui de l'activisme actionnarial - consiste à faire adopter par les entreprises une norme ou une charte environnementales.

Si l'on prend l'exemple des principes CERES (Coalition for Environmentally Responsible Economies), rappelons que 17 des résolutions acceptées dans les entreprises américaines (sur un total de 34 résolutions acceptées qui concernent l'environnement, cf. supra) portent sur la mise en place dans les entreprises concernées de ces principes. En outre, les entreprises conformes aux principes CERES représentent 150 Md\$ de titres (Domini 2001, p. 99) et un fonds majeur comme Trillium sélectionne notamment les firmes sur la base de leur conformité à ces principes. Autre exemple, la compagnie d'assurances norvégienne Storebrand choisit uniquement les firmes dont les performances environnementales, relatives aux critères du WBCSD (World Business Council for Sustainable Development) figurent dans le premier tiers relativement à la moyenne du secteur.



Dans ce contexte, l'initiative GRI (Global Initiative Reporting), lancée en 1997 par le CERES, en collaboration avec le Programme des Nations-Unies pour le Développement prend tout son sens. En effet, elle a pour objectif de développer, promouvoir et diffuser « des directives qui permettent aux entreprises d'établir un rapport sur leurs efforts d'amélioration des conditions sociales et environnementales »<sup>6</sup>. En concertation avec une centaine de grandes firmes mondiales pilotes et d'autres parties prenantes, la GRI tente d'élaborer des normes internationales en matière sociale et environnementale, à l'instar des normes internationales financières et comptables existantes. Du fait du processus concerté et itératif d'élaboration des directives GRI, celles-ci devraient dépasser l'inscription nationale ou régionale de certaines normes existantes et tenir compte de la complexité des problèmes d'évaluation des aspects sociaux et environnementaux.

Notons enfin qu'au-delà du processus actuel de normalisation des procédures d'information sur les aspects sociaux et environnementaux de l'activité des firmes (en particulier via la GRI), deux autres difficultés rendent à ce stade encore confuse l'évaluation des performances réelles des firmes sélectionnées par l'ISR en matière environnementale et sociale :

- la première difficulté porte sur la pertinence des normes existantes et à venir pour évaluer la performance réelle de la firme en matière sociale et environnementale. Par exemple, Reverdy (2001) montre, dans le cas de la norme 14001, que « si [sa] diffusion a participé au développement des compétences managériales des entreprises à propos de l'environnement, elle n'a pas tellement remis en question les rapports avec les parties intéressées » (p. 41) ;
- la deuxième difficulté a un caractère moins structurel dans la mesure où elle concerne le manque de transparence des investisseurs socialement responsables quant à leurs propres pratiques de sélection des entreprises. Cette exigence de transparence est notamment relayée par l'UKSIF (2001). Notre conviction est que le degré de parenté de cette exigence avec celles relatives aux normes de gouvernement d'entreprise devrait faciliter son adoption rapide par les fonds d'investissement.

La mise en place de normes internationales d'évaluation sociale et environnementale, la réflexion sur la pertinence de ces normes pour mesurer les performances réelles des entreprises en la matière et l'exigence de transparence des fonds d'investissement sont donc trois enjeux majeurs. On peut toutefois supposer qu'étant donné le développement actuel de l'ISR, la réflexion va avancer rapidement dans ces trois domaines, par exemple via le processus concerté et itératif propre à la GRI.



### *L'impact macroéconomique de l'investissement socialement responsable sur l'environnement*

Cela étant, même en supposant que les firmes sélectionnées par l'ISR ont de bonnes performances réelles dans le domaine environnemental, peut-on en déduire que l'ISR a un impact positif, au niveau macroéconomique, sur l'environnement ?

En première analyse, lorsque la technique de sélection est le filtrage, la réponse est négative. En effet, lorsqu'une firme affiche de bons résultats en matière environnementale, elle attire les investisseurs socialement responsables. Le prix du titre augmente, jusqu'au point où les investisseurs traditionnels se retirent, estimant que le prix du titre est surévalué par rapport aux fondamentaux. Le prix revient donc à son niveau initial. La seule différence porte sur la structure de l'actionnariat : les actionnaires traditionnels se retirent des firmes socialement responsables, au profit des investisseurs socialement responsables. Au total, les investisseurs socialement responsables investissent dans des firmes socialement responsables et les investisseurs traditionnels dans des firmes traditionnelles. Ce raisonnement, qui suppose que l'offre et la demande de titres sont parfaitement élastiques aux prix (Boatright, 1999), conduit à penser que l'ISR n'a pas d'impact positif sur l'environnement.

Néanmoins, dès lors que les investisseurs socialement responsables pratiquent le filtrage et l'activisme actionnarial (cf. tableau n° 2), les firmes, une fois sélectionnées, subissent des pressions de la part de leurs actionnaires pour continuer dans la voie socialement responsable. De ce point de vue, l'ISR aurait un effet positif au niveau macroéconomique, même s'il transiterait exclusivement via les firmes déjà sélectionnées.

Un deuxième argument dans le même sens a trait au capital réputationnel des firmes. Une firme peut devenir socialement responsable dans l'objectif d'attirer dans son capital un investisseur socialement responsable qui permet de labelliser l'entreprise auprès des autres parties prenantes. Comme le déclare Georg Furger, vice-président chez Crédit Suisse Asset Management, « de nombreuses entreprises veulent être dans notre sélection pour une question d'image »<sup>7</sup>. En effet, certaines entreprises comme Ben & Jerry's ou Body Shop sont aujourd'hui bien connues pour avoir établi leur stratégie de communication sur leur politique sociale et environnementale.

Un troisième argument relatif à l'effet positif de l'ISR porte sur le fait que ces investisseurs, par leurs actions, ont fortement contribué à créer et à alimenter le débat sur la responsabilité sociale de l'entreprise. Comme le dit Domini (2001), « the demand for corporate social research by social investors has created a large amount of information about the



ways in which companies affect our lives. Never before has society tracked data on the way business copes with diversity, environmental impact, community support, or a host of other issues » (p. 19).

Dans l'hypothèse où les performances financières tout à fait honorables de l'ISR se confirment, la demande sociale des investisseurs et les réformes institutionnelles en cours laissent présager un développement massif et rapide de l'ISR, en particulier en Europe. C'est aussi ce que l'on est tenté de conclure lorsque l'on établit une analogie avec le débat sur le gouvernement d'entreprise. Rappelons que ce débat est né aux États-Unis et s'est diffusé rapidement en Europe par trois canaux majeurs (Rubinstein, 2002) : L'arrivée massive des fonds de pension américains sur les marchés d'actifs européens, l'élaboration de rapports par diverses organisations (l'OCDE, les organisations patronales...) et la modification des règles publiques (par exemple la Loi NRE) ou quasi-publiques (par exemple, le règlement de la COB).

Or, il est intéressant d'observer que le débat sur l'entreprise socialement responsable emprunte des canaux similaires : en 2001, l'OCDE a publié un rapport sur ce thème, l'Union européenne un livre vert (Livre vert du 18 juillet 2001). En France, les derniers textes de loi mentionnent le thème de la responsabilité sociale et environnementale (Loi NRE, loi sur le Fonds de réserve des retraites). Cette évolution n'est pas propre à la France : de nombreux pays mettent en place une réglementation ou une incitation au *reporting* social et environnemental. Enfin, les investisseurs institutionnels ne sont pas absents du débat. Si Calpers en est un cas emblématique, il n'est pas unique : par exemple l'ABI (97 % du marché de l'assurance britannique) s'engage aussi sur cette voie. Cette analogie nous conduit donc à penser que la diffusion de la thématique socialement responsable devrait être aussi rapide en Europe que celle du gouvernement d'entreprise.

Dès lors, la question de l'impact réel de l'ISR sur l'environnement prend tout son sens. Comme on l'a vu, l'ISR reflète les préoccupations de la société civile. Il a donc progressivement accordé une place de choix aux préoccupations environnementales. Cela étant, son impact réel sur l'environnement est difficile à évaluer. La clarification opérée entre l'impact sur les entreprises ciblées par les investisseurs socialement responsables et l'impact macroéconomique, si elle met en évidence les canaux possibles de transmission de l'ISR sur la stratégie environnementale des entreprises, ne permet pas d'établir d'évaluation précise. À ce stade, s'il ne fait pas de doute que le développement de l'ISR conduise un nombre croissant d'entreprises à réfléchir sur les répercussions sociales et environnementales de leur activité, la pertinence des indicateurs retenus par les investisseurs et

l'efficacité du contrôle effectué vont constituer à l'avenir des enjeux majeurs pour que cette réflexion ne soit pas uniquement formelle mais débouche sur des avancées réelles en matière environnementale.

### NOTES

1. Les chiffres sont extraits de l'annuaire statistique de l'OCDE (2000).
2. La déclaration commune des confédérations qui participent au CIES stipule que « pour sécuriser l'épargne des salariés, leur permettre d'accéder aux meilleurs services et réduire les frais de gestion pesant sur eux, [les confédérations signataires] veulent sélectionner en commun des gestionnaires dont les offres » épargne salariale « répondront à ces objectifs et dont les fonds auront, sous le contrôle d'un conseil de surveillance comprenant une majorité de représentants de salariés, une politique d'investissement favorisant les entreprises socialement responsables, l'emploi et les entreprises solidaires », in « L'épargne salariale au service des salariés. Principe d'une démarche intersyndicale », document CFDT, CFE/CGC, CFTC, CGT.
3. Cité par Domini (2001), p. 29.
4. Cité par Domini (2001), p. 29.
5. Sur le modèle *stakeholder*, le lecteur peut notamment se reporter à Clarkson (1998).
6. Selon Louise Frechette, Secrétaire Générale adjointe de l'ONU, lors de l'inauguration officielle par l'ONU de la GRI, le 4 avril 2002.
7. Le Monde, vendredi 7 juin 2002.

### BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. (1999), « Le capitalisme de demain », Notes de la Fondation Saint-Simon, Paris.
- ARRINGTON G. R. (1999), « Socially conscious investments by private pension plans », *Employee Benefits Journal*, Mars, Vol. 24 (1), pp. 13-15.
- ASSOCIATION OF BRITISH INSURERS (2001), *Disclosure Guidelines on Socially Responsible Investment*, 23 octobre.
- BOLTANSKI L. et CHIAPPELLO E. (1999), *Le nouvel esprit du capitalisme*, Paris : Gallimard.
- CLARKSON M. B. E (1998), *The Corporation and its Stakeholders*, (ed. by), Toronto : University of Toronto Press.
- DOWELL G., HART S. et YEUNG B. (2000), « Do corporate global environmental standards create or destroy market value ? », *Management Science*, vol. 46, pp. 1059-1074.
- DUPRE D. et GIRERD-POTIN I. (2001), « La finance épouse l'éthique : le mariage du siècle », *Banque Magazine*, N° 624, avril.
- EDWARDS D. (1998), *The links between company environmental and financial performance*, Londres : Erathscan Publishers.
- EUGENIE M. (2000), « Response of UK Pension Funds to the SRI Disclosure Regulation », UK Social Investment Forum, octobre.
- FELDMAN, SOYKA et AMEER (1997), « Does improving a Firm 's Environmental Management and Environmental Performance Result in a Higher Stock Price ? » *Journal of Investing*, hiver.
- HAVEMAN R. et WEBSTER P. (1999), « Does Ethical Investment Pay ? », Rapport, EIRIS, septembre.
- JACOBUS A. (1999), « Popular Pick : more DC Plans Offer Socially Responsible Options », *Pensions and Investments*, 18 octobre.
- KLASSEN et McLAUGHLIN (1996), « The Impact of Environmental Management on Firm Performance », *Management Science*, vol. 42 (8), août.
- KPMG (2000), « Gouvernement des entreprises : le management de la pérennité », rapport de KPMG Audit, Paris.

L'IMPACT DE L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE SUR L'ENVIRONNEMENT :  
QUELQUES ÉLÉMENTS DE RÉFLEXION

---

- LOISELET E. (2000), « L'investissement socialement responsable : genèse, méthodes et enjeux », *L'Économie politique*, N° 7, 3<sup>ème</sup> trimestre, pp. 6-31.
- READ A. (1997), « Building signposts for the future: Pension fund investment strategy, socially responsible investing, and ERISA », *Journal of Pension Planning and Compliance*, été, Vol. 23 ( 3), pp. 39-56.
- REVERDY T. (2001), « L'invention du management environnemental », *Gérer et Comprendre*, mars, N° 63, pp. 31 à 42.
- RUBINSTEIN M. (2002), « Le débat sur le gouvernement d'entreprise en France : un état des lieux », *Revue d'économie industrielle*, à paraître.
- SHEPERD P. (2000), « A history of ethical investment », UK Social Investment Forum, juin.
- YARON G. (2001), « The responsible pension Trustee », Working paper, 18 mai, Canadian Shareholder Association for Research and Education.
- SICARD J.-P. (2001), « Fonds éthiques, investissement socialement responsable : nouveaux enjeux, nouvelles perspectives », *La lettre économique de la CDC*, N° 133, octobre.
- SOCIAL INVESTMENT FORUM (2001), *2001 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*, 28 novembre.
- UKSIF (2001), « Response of the UK Social Investment Forum to the European Commission Green Paper: 'Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibility' », 21 décembre.
- WEBER M. (1920), *L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme*, Paris : Plon (1964 pour la traduction française).