



MODÈLES SOCIAUX ET ISR

THIERRY WIEDEMANN-GOIRAN *
SERVANE PFISTER **

De nombreuses études¹ qui ont observé l'Investissement socialement responsable (ISR) de part et d'autre de l'Atlantique le montrent : l'ISR ne se pratique pas tout à fait de la même façon en Europe et aux États-Unis. Pour simplifier à l'extrême, le courant américain sélectionnerait, la plupart du temps, l'ISR en fonction de la qualité « morale » de l'action de l'entreprise. Le courant européen jugerait, quant à lui, l'action de l'entreprise en fonction de divers critères sociaux, éthiques, environnementaux... conformes à une certaine idée de la responsabilité sociale ou sociétale d'entreprise. Malgré cela, on observe une certaine congruence ces dernières années.

Ces différences de gestion ISR sont difficiles à appréhender sans comprendre les différentes approches du modèle économique et social au sein desquelles elles se sont développées. Aussi, les modèles européens et anglo-saxons doivent-ils être replacés dans le contexte historique, culturel et moral qui les a façonnés. Le développement de l'Investissement socialement responsable, outre sa fonction sociale, reflète en partie ces héritages que l'on retrouve en toile de fond de ses différentes pratiques.

Ainsi, il faut remonter à la dichotomie entre les différents modèles économiques et sociaux, pour mieux comprendre l'émergence de ces différentes approches de l'ISR. Les modèles sous-jacents aux différentes approches de l'ISR semblent, en effet, refléter la prise en compte de l'aspect social, environnemental et/ou éthique du développement économique.

* Président du Directoire, Macif gestion.

** Secrétaire général de la rédaction, Revue d'économie financière.

Les auteurs tiennent à remercier Carlos Pardo pour ses remarques avisées.

Le modèle européen suppose que le développement social puisse être créateur de valeur. Il existe un cercle vertueux entre le progrès économique entraînant l'amélioration du bien-être social et le développement social entraînant de la création de valeur. *A contrario*, dans le modèle américain, l'enrichissement personnel permet l'amélioration du bien-être individuel et, ainsi, une amélioration des conditions de vie.

Se développent ainsi deux courants de l'économie de marché :

- l'un mettant le social au cœur de son développement, et c'est bien là l'objectif de la construction européenne que de réconcilier l'économie et le social ;
- l'autre envisageant le social comme une conséquence bienfaitrice de l'économie.

Un raisonnement analogue peut être appliqué à l'aspect écologique du développement économique, dont la prise en compte, plus récente, ne remonte qu'aux années 1970.

Le singulier accordé au terme de modèle européen est un abus de langage car il existe plusieurs déclinaisons de ce modèle selon que l'on examine les économies scandinaves ou celles plus « continentales ». De même, bien que, souvent, les modèles américain et britannique soient assimilés, ils diffèrent sur bien des points. Toutefois, les modèles européens se distinguent tous, comme nous le verrons, du modèle américain par leur plus grand souci de cohésion sociale. C'est pourquoi nous opérons cette distinction, qui reflète également les grands courants de la gestion ISR.

LE MODÈLE AMÉRICAIN : UN ISR D'EXCLUSION/SÉLECTION PRÉDOMINANT

L'éthique protestante américaine

Il est nécessaire de faire un détour par la sociologie pour comprendre les spécificités de la société américaine qui nous intéressent. Force est de constater que les sociétés nord-américaines reposent sur un modèle de type « communautaire » (caractérisé par des liens « de fait », reposant sur l'appartenance à une communauté ethnique, religieuse...), alors que les sociétés européennes sont fondées sur un modèle de type « sociétaire » (caractérisé par des liens « choisis et contractualisés ») historiquement rattaché à la tradition des Lumières². Ce modèle américain est issu de l'identité protestante spécifique sur laquelle s'est fondée la société américaine. L'héritage d'un protestantisme puritain et dissident rejeté par l'Europe du XVII^{ème} siècle a profondément façonné le modèle économique américain. Au cours du XIX^{ème} siècle, des courants protestants américains prônent l'action, au nom de la foi, afin d'influencer la vie de la nation, rejoignant ainsi l'engagement calviniste³.



Pour également comprendre comment le modèle économique américain a été influencé par le protestantisme, il est indispensable de revenir sur la thèse de Max Weber. Dans *L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme* paru en 1904-1905, dans deux numéros de la revue *Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik*, l'éthique protestante constitue un facteur explicatif (et non une cause suffisante et nécessaire) de l'essor du capitalisme. Il s'intéresse ici au rapport entre la religion et la société, c'est-à-dire entre le domaine des valeurs et les pratiques économiques.

Selon Weber, il existe un esprit du capitalisme indépendant du capitalisme lui-même. Ainsi, l'idéal-type presque pur du capitalisme peut s'observer bien avant que n'apparaisse la grande industrie concentrée. Weber reprend l'idée selon laquelle le développement du capitalisme est favorisé au XVI^{ème} siècle par l'apparition des confessions protestantes. Le système de valeurs catholiques de l'époque, qui forge la mentalité de l'occident chrétien, est, en effet, un obstacle au capitalisme (valorisation de la pauvreté, de la charité, critique du prêt à intérêt...). Le calvinisme, au contraire encourage un comportement congruent avec le capitalisme, en favorisant la valorisation du travail qui « [...] en tant que *vocation* [*Beruf*] constitue le meilleur, sinon *l'unique* moyen de s'assurer de son état de grâce », comme le souligne Weber. Le croyant doit donc se comporter comme un moine chez qui le travail et l'entreprise remplacent la prière et la contemplation.

Ainsi, façonné par l'éthique protestante fondée sur les valeurs du travail et de l'engagement, ainsi que le caractère « communautaire » de sa société, le modèle économique américain repose sur la liberté individuelle et un rôle de l'État limité à ses fonctions régaliennes - c'est la notion « d'État gendarme ou protecteur ». La concurrence joue alors un rôle crucial dans la régulation des marchés, d'où une volonté affichée de cantonner le secteur public au strict minimum.

Ainsi, le marché du travail est flexible et fluide et la protection légale des travailleurs relativement faible. De même, le modèle de protection sociale semble avoir suivi le développement de l'économie libérale. La régulation par les prix suffit, en général, à assurer le bien-être général et l'intervention de l'État doit se limiter à réajuster les dysfonctionnements du système. Le système de protection sociale américain est ainsi principalement fondé sur l'assurance individuelle⁴. En contrepartie, toujours héritiers d'une société communautaire, charité et bénévolat s'inscrivent dans les devoirs de chaque citoyen.

À côté de ce modèle social, la société américaine est également héritière d'une culture « action » forte. Le système financier repose ainsi principalement sur de plus profonds et plus complets⁵ marchés financiers qu'en Europe. Ainsi, une large gamme d'instruments financiers et



d'horizons de placement - particulièrement sur le long terme - est à la disposition de l'investisseur. L'existence d'un marché hypothécaire très développé contribue à la liquidité et à la mobilité du patrimoine des ménages américains. Loin d'être à l'origine du développement de l'ISR américain, cette structure des marchés financiers a facilité l'apparition de fonds spécifiques destinés à répondre aussi bien aux besoins de communautés religieuses (les premiers investisseurs à avoir refusé d'investir dans certains secteurs économiques pour des raisons éthiques ou morales), qu'à ceux de mouvements citoyens de lutte contre la guerre du Vietnam ou l'apartheid.

Des fonds d'exclusion/sélection à « l'engagement »

Héritiers de cette vision du capitalisme, les gérants ISR ou les investisseurs américains fonderont leurs choix de portefeuilles sur des critères en cohérence avec ce contexte culturel et institutionnel que nous venons de décrire.

S'il est possible de faire remonter les origines de l'ISR américain chez les Quakers⁶ du XVIII^{ème} qui refusent d'investir dans certains secteurs économiques pour des raisons éthiques, ce n'est véritablement qu'en 1928 que le premier fonds d'investissement collectif « éthique » voit le jour : le Pioneer Fund de Boston qui refuse d'investir dans des secteurs économiques tels que l'armement, le tabac, l'alcool... - les actions dites du péché, *sin stocks*.

Toutefois, le véritable avènement des fonds « socialement responsables » a lieu dans les années 1970. Le gérant éthique américain s'appuie ainsi sur une vision morale de la société, empreinte d'un certain puritanisme protestant⁷. Les actions et externalités de l'entreprise sont-elles bénéfiques pour la société tout entière ? De cette notion découle la conception de nombreux fonds éthiques américains, qualifiés alors de fonds d'exclusion.

Les critères retenus reposent, à cette époque, plus sur des convictions politiques et éthiques, telles que la lutte contre l'apartheid, le respect des droits de l'Homme, le désengagement du Vietnam..., que sur des considérations religieuses.

Le second aspect de cette vision est l'*engagement* : le gérant va agir, dans la mesure de ses possibilités, pour que l'entreprise change son comportement, si ce dernier n'est pas conforme aux conceptions morales, voire sociales et/ou environnementales, de l'investisseur. Ainsi, l'actionnariat responsable préconise d'engager un dialogue avec les entreprises afin de les convaincre de suivre de bonnes pratiques dans les domaines de la gouvernance, de la gestion des risques environnementaux et sociaux.

Aux États-Unis, dans les années 1960-1970, ces pressions passent principalement par des mouvements de consommateurs, des mouve-



ments pour les droits de l'Homme... Cette action est d'abord politique ou morale avant d'être économique et se caractérise, dans un premier temps, par un mouvement de *boycott*. La profondeur des marchés financiers et le rôle des fonds de pension ou autres investisseurs n'interviennent pas à ce stade. Ce n'est que vers la fin des années 1980 que certains fonds de pension, notamment du secteur public - d'universités, de collectivités locales... - fonctionnant sur la base paritaire, ont décidé d'exercer leurs droits de vote tout en transmettant la morale de leurs cotisants.

LE MODÈLE BRITANNIQUE : UN ISR « D'ENGAGEMENT »

Du modèle de Beveridge à la révolution Thatcherienne

Bien qu'aujourd'hui proche du modèle américain, parce qu'également héritier d'une certaine vision protestante du capitalisme, le modèle britannique n'en reste pas moins un modèle européen marqué par le concept du *Welfare State* développé par Lord Beveridge.

Au XIX^{ème} siècle, la société britannique est acquise à l'éthique du travail et la prise en charge des plus pauvres est effectuée essentiellement par les paroisses et les sociétés d'entraide - les *Friendly societies*. L'indigence, de la part d'un individu en état de travailler, était alors considérée comme condamnable dans l'Angleterre puritaine de cette époque.

Conscient des limites de ce système et de la relation positive existant entre protection sociale et efficacité économique, l'idée du *Welfare State* ou « État de bien-être » fait son apparition en 1942 avec le rapport de Lord Beveridge *Social insurance and allied services* qui instaure le Service national de la santé (National Health Service - NHS). Ce document introduit l'idée d'une protection universelle de tous les citoyens financée par l'impôt - et non pas des seuls travailleurs comme c'est à l'époque le cas du modèle de protection social bismarkien. Ce système de Sécurité sociale implique alors :

- que la seule appartenance à la société garantit l'accès à des besoins minimaux financés par la solidarité nationale ;
- l'accès aux différentes prestations via une cotisation unique ;
- des prestations sociales uniformes.

Ce système est géré par un organisme public et regroupe l'ensemble des aides et des assurances. L'ensemble du système de protection sociale est ainsi géré uniquement par l'État, sans qu'interviennent les partenaires sociaux.

Ainsi, des années 1950 à la fin des années 1970, le modèle britannique reposait sur un État providence fort financé par une lourde fiscalité, des syndicats puissants et de tradition corporatiste.

Avec l'arrivée au pouvoir de Margaret Thatcher en 1979, le modèle britannique connaît une véritable révolution. À la fin des années 1970, la situation économique de la Grande Bretagne est préoccupante et le modèle fondé sur l'État providence atteint ses limites. Les dépenses publiques atteignant alors 59 % du PIB⁸, ce modèle ne semble plus en mesure d'assurer la croissance économique, ni le plein-emploi. D'inspirations néolibérales (F. von Hayek et M. Friedman), les réformes engagées prônent la déréglementation et un rôle de l'État minimum. Elles impliquent une réduction des dépenses publiques et d'importantes privatisations. En matière de politique sociale, le système d'assistance sociale fut réorganisé afin de privilégier les subventions ciblées. Entre 1979 et 1990, les dépenses n'ont ainsi pas diminué, mais ont été réorientées. Toutefois, le système de santé britannique est réformé en 1991 afin d'y introduire des mécanismes de marché et de réguler les dépenses de santé.

Par ailleurs, plusieurs lois limitèrent les prérogatives syndicales.

Le modèle britannique est ainsi marqué par une grande flexibilité où « le travail donne à chacun la possibilité d'avoir sa place à part entière dans la société »⁹. C'est ici la performance économique qui permet la promotion sociale. Toujours est-il que le système de protection social, bien que réformé en 1991, garde profondément la marque de celui instauré par Lord Beveridge.

Un ISR « d'engagement »

La création du premier fonds commun de placement éthique britannique, le Friends Provident Stewardship Fund, remonte à 1984. Encore très marqué par ses origines éthiques, du même type que le modèle américain, l'ISR britannique repose principalement sur des pratiques d'exclusion de secteurs économiques. Cependant, le courant dominant en matière d'ISR chez les investisseurs institutionnels britanniques est aujourd'hui l'activisme actionnarial non militant. Par la poursuite, sur la durée, d'un dialogue avec l'entreprise sur sa politique sociale, environnementale ou éthique, le gérant ou l'actionnaire tentera d'influencer les stratégies de l'entreprise. Cet engagement se traduit par l'identification de thématiques générales ou sectorielles, l'engagement d'un dialogue constructif avec les entreprises concernées par ces thématiques afin de connaître leurs stratégies et politiques en la matière, et l'exercice des droits de vote en assemblée et éventuellement le recours à des résolutions en matière sociale, environnementale ou de gouvernance. Ce dernier domaine est une des spécificités du marché britannique pour lequel la surveillance et l'application des règles de gouvernance d'entreprise sont primordiales. Ce courant voit le jour dans les années 1990 avec le rapport Cadbury.



*LE MODÈLE EUROPÉEN : UN ISR À LA RECHERCHE
D'UN ÉQUILIBRE ENTRE L'ÉCONOMIQUE, LE SOCIAL
ET L'ENVIRONNEMENTAL*

Les modèles européens : un grand souci de cohésion sociale

Socle d'un véritable modèle social européen, « l'État providence » trouve son origine à la fin du XIX^{ème} siècle. Cette expression désigne l'ensemble des interventions de l'État qui visent à garantir un certain niveau de bien-être à l'ensemble de la population, principalement via un système étendu de protection sociale. Chronologiquement, il est possible de faire remonter l'origine du modèle social européen et une première ébauche de l'État providence (ou plus exactement du *Sozialstaat* ou « État social ») en Europe Continentale au système de protection sociale prôné par le chancelier Bismarck, en Allemagne, à la fin du XIX^{ème} siècle. Celui-ci proposait des assurances sociales fondées sur les affiliations professionnelles et financées par cotisation des salariés et des employeurs, les prestations restant soumises à des conditions de ressources. Notons ici que, contrairement au modèle social de Beveridge, qui verra le jour un demi-siècle plus tard, l'État ne fait qu'encadrer le système de protection sociale, sans en inclure la charge dans son budget. Cette première conception de l'État providence se diffuse en Europe et se manifeste en France par la Loi sur la réparation des accidents du travail (1898), puis par la Loi sur les assurances sociales (1930). Ainsi, dès la fin du XIX^{ème} siècle, une pensée sociale commune se formalise dans la société industrielle européenne. La France passe alors, sous la III^{ème} République, d'un système de responsabilité (soit un système de protection créé par les patrons industriels et accompagné de la tradition ouvrière des Bourses du travail et des mutuelles) à un système de solidarité institutionnalisée.

Mais la notion « d'économie sociale de marché » - *soziale Marktwirtschaft* - voit véritablement le jour en Allemagne immédiatement après la seconde guerre mondiale. Il s'agit, selon André Sapir¹⁰ : « d'une économie de marché encadrée par des règles du jeu et de solides institutions (telle que pensée par les « ordo-libéralistes » allemands) où l'État intervient en outre en agissant directement sur la redistribution des revenus et sur le cycle conjoncturel ». L'économie sociale revient à mettre l'accent sur des formes du libéralisme économique fondé sur la propriété privée et un rôle accru de l'État en matière de régulation. La liberté des individus reste la source de création de richesse. Ainsi, à cette époque, l'intervention de l'État dans l'économie et la société prend toute son ampleur. Les systèmes de Sécurité sociale et les politiques de redistributions des revenus se généralisent en Europe, se traduisant par une forte hausse de la part des prélèvements obligatoires.



Pour les pères de l'Europe - Konrad Adenauer, Alcide De Gasperi, Jean Monnet et Robert Schuman -, l'économie sociale de marché est la pierre angulaire du développement européen. Cette idée se retrouve également au sein même du Traité de Rome (25 mars 1957) qui stipule, dans son préambule que les États signataires, « [...] décidés à assurer par une action commune *le progrès économique et social* de leur pays en éliminant les barrières qui divisent l'Europe ; assignant pour but essentiel à leurs efforts *l'amélioration constante des conditions de vie et d'emploi* de leurs peuples ; reconnaissant que l'élimination des obstacles existants appelle une action concertée en vue de garantir la stabilité dans l'expansion, *l'équilibre dans les échanges et la loyauté dans la concurrence* ; [...] ont décidé de créer une Communauté économique européenne ». Ainsi l'article 2 de ce Traité donne pour mission à la Communauté « de promouvoir un *développement harmonieux* des activités économiques dans l'ensemble de la Communauté, une expansion continue et *équilibrée*, une stabilité accrue, un relèvement accéléré du niveau de vie et des relations plus étroites entre les États qu'elle réunit ».

De même, héritière de l'économie sociale de marché, la version consolidée du Traité instituant la Communauté Européenne de 2002¹¹, réaffirme : « La Communauté a pour mission, par l'établissement d'un marché commun, d'une Union économique et monétaire et par la mise en œuvre des politiques ou des actions communes [...] de promouvoir un *développement harmonieux et équilibré* des activités économiques dans l'ensemble de la Communauté, *une croissance durable* et non inflationniste *respectant l'environnement*, un haut degré de convergence des performances économiques, *un niveau d'emploi et de protection sociale élevés, le relèvement du niveau et de la qualité de vie, la cohésion économique et sociale et la solidarité entre les États membres* ».

Même si le modèle social européen est un paradigme composite, de grandes caractéristiques communes sont notables. Comme nous l'avons vu, le socle de ce modèle reste le rôle dominant d'un État providence, fondé sur un haut niveau de protection sociale, dont le modèle est souvent hybride entre le modèle bismarkien et le modèle beveridgien. Prolongeant la notion d'économie sociale de marché, se développe également un important service public. Autre grande caractéristique de ce paradigme : un marché du travail régulé adossé à un droit du travail réglementé, laissant une plus grande place à la liberté syndicale ; caractéristiques auxquelles certaines critiques attribuent la rigidité structurelle et le manque de fluidité du marché.

Par ailleurs, le système financier, issu de la reconstruction et du plan Marshall, se fonde sur l'économie d'endettement et un système fortement intermédié, où les banques jouent un rôle central. L'encadrement



du crédit et les établissements dédiés, facilitant l'accès au crédit de certaines catégories de la population, caractérisent, une fois encore, le rôle de régulateur dévolu à l'État.

L'objectif de ce modèle social européen est bien de réconcilier la croissance économique et le développement humain, social. Cependant, il existe, au-delà de ces caractéristiques communes, des déclinaisons nationales profondément ancrées dans l'histoire et la culture de chaque pays.

Ainsi, le modèle social continental de l'après-guerre est basé principalement sur la tradition gréco-romaine, où l'être humain prime sur l'environnement et apprivoise ce dernier, sur la tradition humaniste relative aux droits de l'Homme (d'où un aspect social très prégnant) et sur la doctrine sociale de l'Église catholique¹².

Le modèle nordique, quant à lui, diffère légèrement sur deux points principaux :

- proche de la morale luthérienne, le marché du travail y est plus flexible via une protection plus modérée de l'emploi, mais un accès facile à la formation et des négociations salariales solidaires ;
- une culture et un respect environnementaux plus grands pour lesquels l'aspect écologique du développement peut être créateur de richesses.

Ces différences se répercuteront dans la pratique et le développement de l'ISR au sein des divers pays européens.

Les fonds européens à la recherche d'un équilibre entre l'économique, le social et l'environnemental

Les premiers fonds européens apparaissent dans les années 1970 en Europe du Nord et en Suisse. Ce sont des fonds « verts » basés sur un système de sélection/exclusion des secteurs favorisant le respect de l'environnement. La sensibilité culturelle et sociétale de la population nordique vis-à-vis des impacts environnementaux de l'activité économique, a poussé certains investisseurs ou fonds à développer une véritable politique d'exclusion de certaines activités de leurs investissements, telles que le nucléaire ou encore le tabac, à l'image de l'assureur norvégien StoreBrand. En effet, le développement de fonds proprement environnementaux oblige plus fortement à une politique de sélection/exclusion des investissements¹³.

Cependant, ce n'est véritablement que dans les années 1990 que l'ISR se développe en Europe Continentale avec l'essor du développement durable. Imprégnées du modèle social décrit plus haut, les pratiques de gestion ISR en reflèteront les principales caractéristiques. Ainsi, le gérant et/ou l'investisseur ISR européen souhaitera, par son action, rechercher un équilibre entre l'économique, le social et l'environnemental.



Le développement de l'ISR européen, continental principalement, ne se fonde pas - ou peu - sur des convictions religieuses ou purement éthiques, les gérants développent une approche quelque peu différente, proposant une expertise financière spécifique. La sélection des investissements se fait par l'application de critères extra-financiers, au-delà de l'analyse financière classique, critères relatifs à la responsabilité sociale de l'entreprise, elle-même héritière du modèle social, et à la recherche d'un équilibre équitable entre toutes les parties prenantes de l'entreprise (les actionnaires, les salariés, les fournisseurs, la société...). Ces critères donneront une place plus grande aux aspects sociaux du développement économique, aux aspects environnementaux ou de gouvernance d'entreprise.

Toutefois, cette approche visant à sélectionner des entreprises en fonction de critères extra-financiers implique une réduction du champ des investissements possibles. Se développent alors deux types de sélection :

- l'approche *best in class* selon laquelle le gérant pondérera son portefeuille de la meilleure à la moins bonne entreprise de la catégorie suivant les critères ISR retenus ;
- dans le même esprit, l'approche *best effort*, quant à elle, repose sur la sélection des entreprises suivant les efforts qu'elles consentent sur les critères ISR retenus.

Ces diverses approches ont non seulement comme objectif de proposer aux investisseurs des fonds ISR, mais également d'influencer le comportement des entreprises en faveur d'une plus grande prise en compte des critères de développement durable, héritier des divers modèles sociaux. Elles concourent également à une ISRisation de la gestion classique¹⁴, en favorisant la prise de conscience de l'importance de critères extra-financiers dans l'analyse de la valeur et de la pérennité d'une entreprise.

L'éthique protestante a favorisé le développement de « l'esprit du capitalisme » en prônant une certaine éthique du travail et a ainsi permis d'établir « l'ordre économique moderne [...] lié aux conditions techniques et économiques de la production mécanique et machiniste qui détermine, avec une force irrésistible, le style de vie de l'ensemble des individus nés dans ce mécanisme [...]. Peut-être le déterminera-t-il jusqu'à ce que la dernière tonne de carburant fossile ait achevé de se consumer »¹⁵.

Les contextes historiques, culturels et moraux qui ont façonné les grandes régions du monde occidental expliquent en grande partie leurs modèles économiques et sociaux respectifs.



L'investissement socialement responsable se voit souvent reprocher la diversité des définitions qu'on lui donne. Si cette diversité peut être un frein au développement des encours, elle ne peut que persister. En effet, une convergence des définitions découlerait d'une convergence des modèles économiques et sociaux.

Il semble se dessiner aujourd'hui une gestion au sein de laquelle on trouvera, non seulement une gestion classique qui aura pris conscience de l'importance de certains critères ISR et qui intégrera ces critères lors de sa sélection de portefeuilles, mais également des fonds ISR plus typés - des fonds verts, des fonds « éthiques »... - répondant à la demande spécifique de certains investisseurs souvent engagés. Ainsi, la gestion ISR *mainstream* lierait l'analyse financière classique à des critères extra-financiers pertinents dans le but de réduire les risques liés aux investissements effectués. Mais l'horizon de référence resterait relativement court.

Plusieurs grands défis se présentent aux sociétés de gestion socialement responsable :

- tout d'abord, prendre conscience que les processus de gestion actuels restent prisonniers des modèles économiques et sociaux dont ils sont issus. Les sociétés de gestion qui envisagent de proposer de l'investissement socialement responsable à l'échelle mondiale devront se mettre en capacité de présenter différentes offres adaptées aux contextes culturels de leurs différents clients ;
- le second grand défi est de rendre toute sa place à l'analyse stratégique, qui a été progressivement abandonnée au profit de l'analyse financière. Cette dernière a pour objectif de déterminer l'évolution d'un titre à l'horizon d'un an, dix-huit mois. Un des grands défis des années à venir sera d'aller au-delà de l'Investissement socialement responsable traditionnel qui combine analyse financière et prise en compte de critères de RSE pour développer une gestion que nous qualifions, depuis une dizaine d'années, de « Développement durable » pour laquelle le long terme serait source de création de valeur et de développement. Une telle gestion Développement durable permettrait de déterminer les sources de création de valeur à 5 ans par l'examen de la stratégie de long terme des entreprises et de la prise en compte de leur responsabilité sociétale.
- le troisième grand défi sera de mieux expliciter ce qu'est une gestion obligatoire socialement responsable. La question sous-jacente concerne une autre catégorie d'émetteurs : les États et les collectivités publiques. Sur quels critères définir la responsabilité sociale et sociétale de ces derniers ? Quels impacts positifs ou négatifs ont-ils à l'intérieur de chacun des modèles économiques et sociaux ?

NOTES

1. Voir, par exemple, Louche C. & Lydenberg S. (2006), « Investissement socialement responsable : différences entre Europe et États-Unis », dans ce même numéro de la *Revue d'économie financière* ou encore Brito C. (de), Desmartin J-P., Lucas-Leclin V. & Perrin F. (2005), *L'investissement socialement responsable*, Économica.
2. Fath, S. (1999), « Protestantisme et lien social aux États-Unis », *Archives de Sciences Sociales des Religions*, n° 108, octobre-décembre.
3. Carwardine, R.J. (1997), *Evangelicals and Politics in Antebellum America*, Knoxville, The university of Tennessee Press ; cité par Fath (1999).
4. Bien que, dès 1935, le président Roosevelt fait adopter le « Social security act » qui prévoit notamment l'instauration d'un système de pension pour les travailleurs âgés de plus de 65 ans.
5. Un marché complet d'instruments financiers offrirait à chaque investisseur un couple rendement/risque conforme à son utilité sur la maturité recherchée. Tout marché financier ne peut donc être qu'incomplet.
6. Berthon, J. (2000), « Indices et performances boursières dans l'investissement éthique », *Revue d'économie financière*, n° 56.
7. Selon Weber, Dieu, chez les Calvinistes (d'où sont issues nombres d'Églises protestantes américaines), réclame, non pas des bonnes œuvres isolées, mais une vie entière de bonnes œuvres érigées en système.
8. Chassaing, Ph., (2003) « Madame Thatcher », Présentation à l'Académie des Sciences Morales et Politiques, séance du 5 mai.
9. Audition de Sir John Holmes, Ambassadeur du Royaume-Uni à l'Assemblée nationale, mercredi 6 juillet 2005.
10. Sapir, A. (2005), « Quelle économie sociale de marché ? », Entretien, *La Croix*, 22 mai.
11. *Journal officiel des Communautés européennes* n° C325, 24 décembre 2002.
12. La doctrine sociale de l'Église catholique s'est développée au XIX^{ème} siècle lors de l'avènement de la société industrielle moderne. Elle remonte à l'encyclique *Rerum Novarum* de Léon XIII (1891) qui dénonçait le scandale de la condition ouvrière dans la société industrielle naissante et prônait une action solidaire.
13. Voir Brito C. (de), Desmartin J-P., Lucas-Leclin V. & Perrin F. (2005), *L'investissement socialement responsable*, Économica, pour un exposé détaillé du développement de l'ISR en Europe.
14. Le lecteur intéressé trouvera dans les articles de Th. Deheuvels et de O. Azoulay & V. Zeller une analyse de cette évolution, dans ce même numéro.
15. Weber M. (1964), *L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme*, version française, Édition Plon.