



ISR : COMMENT LES CRITÈRES EXTRA-FINANCIERS IMPACTENT LES OBJECTIFS DE GESTION ?

CÉSAR DE BRITO *

Il n'existe pas en pratique deux fonds socialement responsables qui se ressemblent tant au niveau français qu'international. La diversité des approches et des critères retenus reste une richesse et révèle qu'il n'existe pas un modèle unique. Cette diversité s'explique par l'analyse même du marché de l'ISR. Côté demande, l'attente des investisseurs finaux, qu'ils soient privés ou institutionnels, est multiple. Chaque investisseur est libre d'intégrer des éléments non strictement financiers dans sa décision d'allocation de fonds. La nature même de l'investisseur influence sa sensibilité à tel ou tel critère : critères de responsabilité, éthiques, de risque ou d'opportunités...

151

Au niveau de l'offre, les fonds développés par les sociétés de gestion visent à répondre à la variété de ces demandes. Certains tenteront de trouver le plus petit dénominateur commun entre les attentes, d'autres feront preuve d'innovation en allant au-delà des attentes. La capacité à offrir un fonds ISR dépend notamment des moyens disponibles : capacités d'analyse d'un univers d'investissement large sur plusieurs critères et thématiques, existence d'outils appropriés, information disponible... Les outils, les méthodologies ou critères disponibles sur le marché (chez les sociétés de gestion ou en externe chez un prestataire) influence donc aussi l'offre des fonds ISR.

* Analyste ISR chez AXA Investment Managers et co-auteur de *L'Investissement Socialement Responsable*, Paris, Éditions Économica, 2005.



Le débat est alors de savoir si l'ISR est un marché d'offre ou de demande ? La réponse n'est pas simple. Né d'une demande d'investisseurs de conviction, l'ISR est devenu aujourd'hui un marché d'offre, soutenu par le développement des moyens en la matière. Reste, cependant, qu'une nouvelle demande émerge provenant des investisseurs institutionnels qui attendent d'autres types de fonds ISR, orientés cette fois plus sur les aspects de risques. Le marché de l'ISR est donc un permanent échange entre une offre et une demande.

Aujourd'hui, les fonds ISR semblent souffrir de cette hétérogénéité. L'enjeu est donc de clarifier le message en accentuant sur les spécificités même des fonds ISR : en quoi un fonds ISR est-il différent d'un fonds classique (ou ne l'est-il pas et alors pourquoi ?), qu'attend-t-il des entreprises dans lesquelles il investit (ou n'investit pas), quels objectifs porte-t-il (purements financiers ou pas)... Les fonds ISR doivent donc se positionner par rapport au large panel des fonds classiques mais également aux autres fonds ISR, avec pour objectif, à terme, de dégager des catégories partageant la même philosophie de gestion. Ce processus rejoint celui, déjà effectué dans la gestion classique, où il existe des catégories de gestion active ou passive avec des attributs relativement définis et reconnus.

Au milieu de cette offre croissante et de cette demande variée, le seul moyen pour un investisseur de trouver un fonds ISR qui correspond le mieux à ses attentes est sans doute d'analyser la politique d'investissement du fonds. Ce document regroupe les objectifs de gestion et les moyens mis en place pour les atteindre au travers de la description du processus d'investissement qui décrit, quant à lui, les différentes étapes qui composent la construction du portefeuille. L'intégration de la dimension ISR aura, par rapport à un fonds traditionnel, un impact sur chacune de ces composantes.

L'ANALYSE DES ATTENTES DES INVESTISSEURS

Les trois types d'attentes

Les objectifs de gestion des fonds ISR doivent synthétiser les attentes, tant financières qu'extra-financières des clients qui investiront dans le fonds. Il est important, à ce stade, d'identifier les différentes catégories d'attentes sans, bien entendu, établir une liste exhaustive de celles-ci car en théorie chaque investisseur doit définir ses propres critères d'investissement (aversion au risque, horizon de temps...). En matière d'ISR, nous identifions cependant trois grands types d'attentes : éthiques, militantes et financières.



Tableau n° 1
Typologie des attentes des investisseurs ISR

Typologie des attentes des investisseurs	Critères utilisés	Croyances
Attentes éthiques	Valeurs du péché, caractère moral ou éthique soutenant le choix des critères.	Le respect des convictions personnelles a autant sinon plus de valeur que la performance du fonds.
Attentes militantes	Tout ou partie du concept de développement durable : environnement, égalité hommes/femmes, droits de l'homme, soutiens aux pays pauvres...	La notion de performance peut être secondaire. Les marchés financiers sont vus comme un levier de changement permettant de prendre en compte l'intérêt des différentes parties prenantes (<i>stakeholders</i>).
Attentes financières	Analyse des enjeux sociaux et environnementaux pouvant affecter la valeur de l'entreprise : réduire les coûts, éviter des risques, saisir des opportunités.	La performance est au cœur des décisions. La prise de critères extra-financiers apporte une information nouvelle pouvant remettre en cause l'avis d'investissement et dégager, à terme, une meilleure performance.

Ces attentes peuvent se regrouper en deux « idéaux » types d'ISR : les investisseurs qui font prévaloir leurs convictions sur la performance financière et ceux qui recherchent une performance respectueuse de critères extra-financiers, estimant que ces derniers peuvent contribuer positivement à l'atteinte de l'objectif de performance. Le premier groupe que nous qualifierons d'ISR éthique regroupe les attentes éthiques et militantes. Le deuxième, l'ISR financier, utilise les modèles d'analyse et d'évaluation extra-financière comme un outil au service du contrôle du risque et d'aide à l'identification d'opportunités d'investissement sur le long terme. Dans ce dernier cas, le recours aux critères extra-financiers doit servir à faciliter l'atteinte de son objectif financier.

Il est important de comprendre ce que recherche chaque investisseur. Les clients de l'ISR éthique attachent une valeur au respect des critères de cette nature. Nous qualifierons cette valeur de « plus-value éthique » comme l'utilité marginale procurée à l'investisseur. On comprend bien cette notion dans le cadre des fonds de partage où l'investisseur souhaite placer son épargne, mais également redistribuer une partie de sa performance à une association de son choix pour soutenir son action. La « plus-value éthique » est, dans ce cas, le bien-être procuré par la sensation de contribuer au soutien d'une cause juste. Il en va de même pour les investisseurs de l'ISR éthique qui souhaitent voir les fonds placés sur des entreprises respectant leurs critères. Les clients de l'ISR financier



souhaitent quant à eux, intégrer une nouvelle information leur permettant d'évaluer mieux les risques et opportunités en matière sociale et environnementale et d'obtenir ainsi une performance financière sur le long terme. Soulignons, par ailleurs, que cette nouvelle demande d'information contribue fortement à améliorer l'efficacité des marchés. Leur logique est financière et vise à amener l'ensemble des investisseurs à intégrer les risques sociaux et environnementaux dans l'analyse des sociétés, et par conséquent dans les prix des titres.

L'impact de l'objectif de gestion variera d'une pratique à une autre comme le montre le tableau n° 2.

Tableau n° 2
Les typologies de base de l'ISR

Types d'ISR	Attentes	Impact sur l'objectif de gestion
ISR éthique	Plus-value éthique et financière	Introduction de contraintes explicites
ISR financier	Plus-value financière	Renforcement de l'objectif de performance

La définition d'un objectif de gestion

154

L'objectif de gestion d'un fonds traditionnel explicité dans la politique d'investissement, fixe un cadre que le gestionnaire doit respecter : atteindre le niveau de performance maximum tout en respectant les contraintes fixées (niveau de risque, horizon de placement, classe d'actifs ou zone géographique d'investissement). L'intégration de la dimension ISR pourra, le cas échéant, remettre en cause cet objectif ou les contraintes traditionnelles.

L'essentiel est de définir clairement en amont les attentes des clients afin d'évaluer l'impact potentiel sur l'objectif de gestion. Les moyens d'atteindre ces objectifs sont assez variés et il existe aujourd'hui différentes options qui permettent de respecter l'ensemble des engagements pris.

En pratique, l'ISR peut être intégré dans un objectif de gestion sous trois formes : une nouvelle contrainte, un objectif supplémentaire ou au travers d'une combinaison des deux.

L'ISR COMME CONTRAINTE

L'ajustement de l'objectif de gestion

Une première catégorie de fonds ISR se démarque des fonds traditionnels par la définition d'une liste de critères extra-financiers à respecter dans la gestion des fonds. Ces critères deviennent donc une



nouvelle contrainte de gestion pour le gérant car il ne pourra pas investir sur les entreprises ne respectant pas certains critères prédéfinis. Son objectif est alors d'atteindre la performance maximale compte tenu de l'ensemble des contraintes assumées : risque, délai, classe d'actifs, zone géographique d'investissement et critères extra-financiers.

Il convient désormais de qualifier les critères extra-financiers. Plusieurs vocables ont vu le jour mais deux semblent dominer : les critères négatifs et ceux positifs. Les critères dits « négatifs » sont appelés ainsi car l'investisseur les perçoit comme tels en raison de la valeur morale négative ou inférieure attachée à la pratique ou à l'activité de l'entreprise. Ce jugement de valeur est intimement lié à l'éthique de l'investisseur et à ses croyances. Est associée traditionnellement à ces critères l'approche d'exclusion qui consiste à exclure les entreprises ou secteurs marqués par ces critères négatifs. À l'opposé, les critères positifs seront perçus comme tels par l'investisseur car ils l'aident à sélectionner les entreprises respectant au mieux son référentiel, attachant de fait une connotation positive vis-à-vis de l'entreprise. Les référentiels sont multiples : l'environnement, le social ou le développement durable... On associe l'approche de sélection des meilleurs de la catégorie, ou *best in class*, à ces derniers.

À cet égard, il convient de clarifier un point qui est bien souvent sujet à confusion. La nature des critères extra-financiers retenus ne change en rien le travail du gestionnaire de portefeuille. Que le fonds exclue les valeurs dites du péché, ou qu'il sélectionne les entreprises respectant le mieux les critères du développement durable, le résultat est globalement le même : l'univers d'investissement est réduit pour respecter la contrainte ISR.

Dans le même temps, plus le nombre de critères extra-financiers à respecter est grand, et plus l'objectif de gestion du fonds doit s'adapter aux contraintes ISR, le rendant ainsi différent par rapport à un fonds traditionnel. Il peut s'avérer que l'objectif de gestion global du fonds soit revu en nécessitant par exemple une contrainte de risque moins forte ou une zone géographique plus large. Pour une même zone géographique d'investissement, il sera parfois nécessaire de rehausser le niveau de risque autorisé ou de rallonger l'horizon d'investissement pour respecter son objectif de performance. Dans ce cas, le fonds ISR aura bien un objectif de gestion différent de ses pairs traditionnels. Le client final, l'investisseur, doit être conscient de ces spécificités et avoir accepté les nouvelles contraintes. Cette volonté doit faire partie d'une démarche propre à l'investisseur qui est conscient de ses choix et attribue une valeur « intangible » (car non monétisable) au respect de ses critères extra-financiers. Cette « plus-value éthique » porte tant sur le respect des critères négatifs (ne pas avoir dans son fonds tel type d'entreprises) que



sur les critères positifs (ne retenir que les *leaders* en matières de développement durable).

En pratique, l'atteinte de l'objectif de performance dépendra du style de gestion retenu dans le fonds et du processus d'investissement mis en place. Le choix des titres reste la résultante d'un filtre financier et extra-financier conforme au processus d'investissement.

Un processus d'investissement spécifique

L'objectif de gestion intégrant la dimension ISR comme une contrainte amène l'investisseur à filtrer son univers d'investissement au regard des critères extra-financiers qu'il a déterminés. Il peut ensuite appliquer normalement ses critères de sélection financiers en fonction du style de gestion retenu et optimiser la construction du portefeuille en fonction des contraintes de risque. L'investisseur atteint un niveau d'utilité maximale dès lors que les titres ne respectant pas ses critères ont été exclus du fonds.

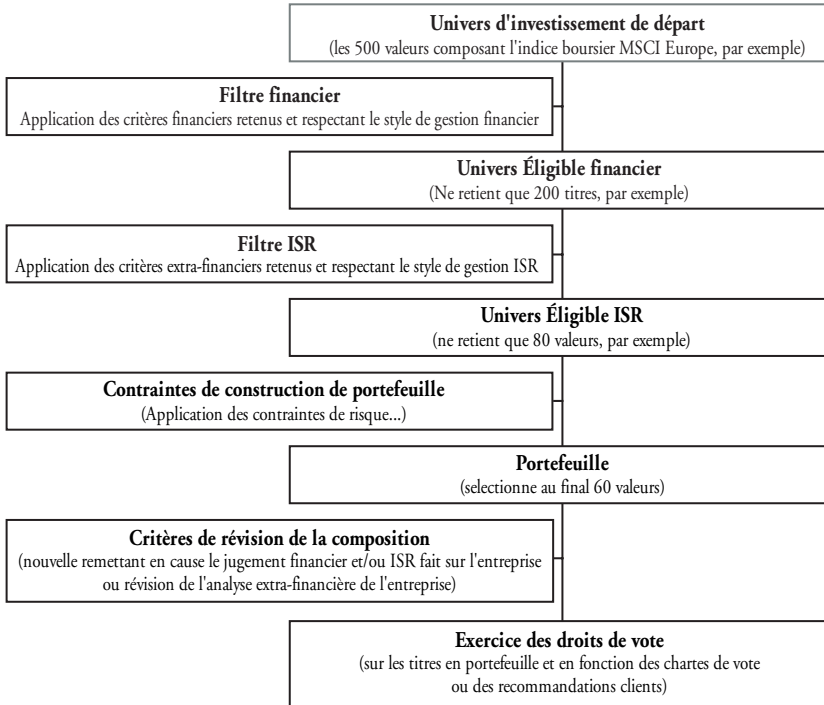
La contrainte ISR peut prendre deux modalités distinctes mais, au final, équivalentes : le choix d'un indice de référence ISR, ou l'introduction directement d'un filtre supplémentaire dans le processus d'investissement du gestionnaire. Dans les deux cas de figure, le résultat sera le même, à la différence près que dans le premier cas, le filtrage de l'univers est effectué par un tiers, le constructeur d'indice ISR et, dans le deuxième cas, par le gestionnaire en interne.

Nous donnons en exemple le processus internalisé dans le graphique n° 1, le principe étant similaire pour la construction d'un indice ISR.

La place du filtre extra-financier dans le processus d'investissement a peu d'importance. Il peut intervenir avant ou après le filtre financier. Au final, le portefeuille ne retiendra que les entreprises se trouvant à l'intersection des deux univers : le financier et l'extra-financier.

À court terme, compte tenu des encours encore gérés, les coûts fixes liés à l'analyse extra-financière peuvent être un frein au développement de l'internalisation de ce filtre. La société de gestion doit se doter des moyens nécessaires pour mener à bien cette analyse. Le coût de cette recherche dépendra de l'univers à couvrir et du nombre de critères retenus. Une analyse doit être menée, mais un suivi et une actualisation doivent également avoir lieu de manière régulière. Ce surcoût devrait se retrouver dans les frais de gestion demandés par les sociétés de gestion. Or, l'étude des pratiques des fonds français montre qu'il n'y aurait pas un surcoût significatif. Par contre, il semble que cela ne soit pas le cas des gestionnaires américains : une étude de 2004 du Rodney White Center for Financial Research de l'Université de Wharton a constaté que les frais de gestion des fonds ISR américains étaient 20 % plus élevés que ceux des fonds traditionnels (respectivement 1,33 % contre 1,10 %). Dans le cas du choix d'un indice ISR, le coût de la recherche a l'avantage

Graphique n° 1 Exemple de processus d'investissement ISR avec filtrage interne



157

d'être mutualisé entre les différentes sociétés de gestion, qui ne paient que les frais de licence utilisés.

La mise en place du filtrage interne de l'univers pose également un problème de contrôle du respect de la contrainte ISR. Pour les fonds traditionnels, dont l'objectif est de battre un indice, le respect ou non de leurs objectifs est connu à la fin de chaque année. Par contre, il est plus difficile pour les fonds ISR de mesurer le respect des critères extra-financiers par le gestionnaire. Certaines initiatives voient le jour comme le *Transparency guideline* promu par l'Eurosif, qui vise à formaliser le *reporting* des fonds ISR. Une autre piste de transparence pourrait être d'intégrer dans le *reporting* des fonds le pourcentage des titres exclus en raison des critères extra-financiers par rapport à l'indice. Pour ce qui est des indices ISR, le problème ne se pose pas car le respect des critères est assuré par le fournisseur d'indice qui sélectionne une agence de notation chargée de classer les titres sur la base de leur référentiel, rendant ainsi le processus totalement transparent. Le client est alors sûr que les critères seront respectés. La limite à cela est que les clients peuvent avoir des critères différents de ceux retenus par les agences... L'avantage de l'approche



interne est alors de laisser la société de gestion libre de définir elle-même les critères qui correspondent le mieux à l'attente de ses propres clients.

Se pose enfin le problème de compréhension de la catégorie même de l'ensemble des fonds ISR. Comme abordé en introduction, il n'y a pas de consensus sur les pratiques clairement établies entre agences de notation, ni même entre gestionnaires, ou encore entre gestionnaires et agences. Chacun est responsable des critères qu'il retient et a une raison bien particulière de le faire : certains vont croire que les critères extra-financiers ont une valeur morale, d'autres que les critères aideront à sanctionner les entreprises ne respectant pas le développement durable, d'autres encore utiliseront ces modèles pour identifier les entreprises ayant une bonne gestion des questions sociales et environnementales, des risques ou opportunités en la matière.

Le Fonds pétrolier norvégien : un exemple de l'internalisation de critères négatifs

Il est important désormais de présenter un exemple d'un gestionnaire de référence ayant opté pour une approche par contrainte clairement définie, orientée sur des critères négatifs et accompagné d'une politique d'exercice des droits de vote.

158

Le Fonds pétrolier norvégien, géré par la Banque de Norvège, a été créé en 1990 par le Parlement norvégien afin de gérer les recettes publiques nettes provenant des activités pétrolières du pays. Les encours sous gestion se montent à 140 Md€.

Conscient de leur responsabilité vis-à-vis des générations futures et, plus largement, ferventes d'un développement durable, le fonds s'est tout naturellement doté d'un code éthique d'investissement épaulé par un comité chargé d'assurer l'application du code. Ce comité est composé de 5 experts aux profils variés : avocat international sur les droits de l'homme, universitaires spécialisés sur les droits de l'homme et la corruption, ou encore ingénieur environnemental.

Tableau n° 3
Classification des critères du Fonds pétrolier norvégien

Négatifs	Droits de vote
<ul style="list-style-type: none"> • Producteur d'armes violant les droits de l'homme • Corruption • Dégradation sévère de l'environnement • Non respect des normes universelles éthiques • Non respect des droits de l'homme • Non respect du Global Compact 	<ul style="list-style-type: none"> • Respect des codes de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise



Jusqu'en septembre 2005, deux sociétés ont été exclues de leur univers d'investissement : Singapore Technologies Engineering en mars 2002 et Kerr McGee Corporation en juin 2005. La première a été exclue en raison de son implication dans la production de mines anti-personnelles, la deuxième pour violation des droits éthiques fondamentaux.

Cette initiative a créé des émules et a poussé certains autres gestionnaires norvégiens à établir leurs propres critères. Cela a été notamment le cas du gestionnaire norvégien KLP (15 Md€ sous gestion) qui a intégré une série de critères négatifs sur l'ensemble de sa gestion, entraînant des exclusions de leur univers d'investissement des grands groupes comme ChevronTexaco, Coca-Cola, Du Pont, Nestlé, Sears, Siemens, Thomson Multimedia, Total, Tyco, Unilever, Wal-Mart... General Motors est exclu, par exemple, en raison de pratique discriminatoire contre les femmes dans les usines mexicaines, tandis que Marriott est exclu en raison de l'exploitation sexuelle de mineurs dans certains de ses hôtels au Costa Rica.

L'ISR COMME OBJECTIF SUPPLÉMENTAIRE

L'ajustement de l'objectif de gestion

La deuxième catégorie d'investisseur ISR cherche à promouvoir certains critères auprès de l'entreprise : le respect des codes de gouvernement d'entreprise, le respect de l'environnement qui conduira dans certains cas à dépasser les réglementations environnementales existantes, ou encore la mise en place de pratiques plus respectueuses des intérêts des différentes parties prenantes (clients, fournisseurs, actionnaires...). La philosophie sous-jacente repose sur la croyance selon laquelle les marchés financiers peuvent être un levier pour la promotion de bonnes pratiques, dans la mesure où ils influencent le comportement des entreprises au travers de leur pouvoir financier. Les critères extra-financiers retenus deviennent donc des objectifs à part entière. L'investisseur ISR s'engage alors dans une démarche de progrès continu avec l'entreprise : il la pousse à s'améliorer sur le critère choisi.

L'objectif ISR le plus communément utilisé se rapporte directement ou indirectement au concept du développement durable. La définition et la portée du développement durable étant très larges, chaque investisseur peut l'interpréter à sa manière et favoriser tout ou partie de ses composantes. De manière générale, l'investisseur fait la promotion de l'application de ses critères dans l'entreprise. Cette dernière est libre de les respecter ou non, mais elle aura tendance à s'aligner dès lors que ces critères sont soutenus par un ou plusieurs investisseur(s) représentant une part significative du capital et/ou des droits de vote. L'objectif des



investisseurs ISR est alors d'assurer la promotion de pratiques ou standards parmi les entreprises tout en maximisant leur objectif de performance financière. Des objectifs extra-financiers plus précis peuvent être définis et attachés à l'objectif de gestion parallèlement à l'objectif de performance. Les fonds ISR peuvent très bien se voir assigner des objectifs extra-financiers à atteindre de manière globale au niveau du fonds, comme par exemple un objectif de réduction des émissions de CO₂ des entreprises composant le portefeuille, de création d'emploi, de réduction des délais de paiement fournisseurs, d'augmentation du budget mécénat, ou encore des bénéfices ou coûts retirés des initiatives environnementales.

*Un processus d'investissement adapté à l'objectif ISR :
l'exemple de « l'engagement »*

L'*engagement* est traduit en français sous l'appellation d'« activisme actionnarial ». Cette notion a une connotation assez péjorative dans l'esprit francophone et mériterait sans doute une deuxième version qui pourrait être « dialogue actionnarial », plus proche de la logique anglo-saxonne. En effet, l'*engagement* est une notion qui renvoie au dialogue entre investisseur et entreprise fondé sur les droits d'information et d'intervention qu'ont tous les actionnaires d'une société au-delà des droits patrimoniaux.

Dans le cas de l'ISR, l'investisseur utilise pleinement l'ensemble de ses droits d'actionnaire pour atteindre son objectif ISR. Il procède à la promotion de ses critères auprès du management de l'entreprise pour les voir intégrer à terme. L'investisseur use de son droit à l'information pour amener les entreprises à communiquer sur ses critères extra-financiers. Cette promotion de l'objectif ISR passe par un dialogue constructif avec l'entreprise. L'investisseur utilise donc l'ensemble des moyens de communication dont il dispose : entretiens avec les managers, lettres, résolutions en assemblée générale, ou encore création d'une association d'actionnaires.

La spécificité de l'approche d'*engagement* est de n'avoir aucun impact sur le processus traditionnel d'investissement du fonds. L'objectif de gestion ISR s'applique indépendamment des critères financiers. Il n'y a donc pas de sélection des titres en portefeuille sur la base de critères extra-financiers. Le respect des objectifs ISR est mené dans un deuxième temps sur les titres détenus en portefeuille à partir des critères définis dans l'objectif de gestion. L'indépendance des deux processus, le financier puis l'extra-financier, est assurée par la séparation des tâches entre deux équipes distinctes, l'*engagement* étant généralement assuré par une équipe indépendante de celle en charge de la gestion financière du fonds.



Il convient cependant de distinguer deux types d'acteurs ayant recours à l'*engagement* : les investisseurs dont la vocation est d'être propriétaires sur une partie du capital de la société, et les autres investisseurs, dits militants, souvent portés par les membres de la société civile, comme des ONG ou autres associations.

Pour la première catégorie, l'*engagement*, ou le dialogue actionnarial, s'inscrit dans une logique de partenariat. L'investisseur ouvre un dialogue constructif et bien souvent de long terme avec l'entreprise. Dans le deuxième cas de figure, l'*engagement* ou l'activisme actionnarial, est un moyen d'exprimer des attentes de parties prenantes (*stakeholders*) et non pas directement des actionnaires (*shareholders*). Dans ce cas-ci, la relation avec l'entreprise est bien souvent conflictuelle et à très court terme.

Tableau n° 4
La typologie des actionnaires engagés

	Nature de la relation	Horizon de placement
Actionnaire à vocation patrimoniale	Partenariale	Moyen/long terme
Actionnaire à vocation militante	Conflictuelle	Court terme, ou très court terme

La première action relevant de l'activisme actionnarial de type militante date de 1967. Une petite organisation communautaire, Fight, acquiert quelques actions Kodak pour accéder à l'assemblée générale de cette entreprise. L'objectif de son animateur, Paul Alinski, est d'attirer l'attention sur les pratiques salariales et discriminatoires de Kodak dans son usine de Rochester. Cette initiative reçoit un large écho. Dans le même esprit, en 1970, l'avocat Ralph Nader fonde le Project for Corporate Responsibility (PCR). Il choisit symboliquement General Motors, première société industrielle, et propose neuf projets de résolutions relatives aux minorités, aux ouvriers et aux droits des consommateurs. Pour Paul Alinski ou Ralph Nader, l'activisme actionnarial n'était qu'un moyen d'attirer l'attention des médias et des relais d'opinion sur les pratiques de certaines entreprises.

Il convient cependant de noter que la première catégorie d'actionnaires, à vocation patrimoniale, peut appuyer ou soutenir les actions de la deuxième catégorie, notamment lors de votes pour des résolutions portant sur des thèmes propres et communs aux deux types d'actionnaires. Ce fut notamment le cas dans la campagne contre l'Apartheid dans les années 1970. Les églises mobilisèrent leur pouvoir d'actionnaires et surtout l'influence qu'elles pouvaient exercer sur les autres actionnaires pour infléchir le comportement des firmes. Il ne s'agissait pas d'atteindre 3 % des votes¹ autour de résolutions radicales, mais de faire basculer

les quelque 20 à 30 % des droits de vote détenus par d'autres actionnaires pouvant être sensibles à cette problématique comme les fonds de pension des fondations et des universités. De tels votes ne pouvaient être obtenus que par des résolutions modérées, comme la demande d'un rapport détaillé sur les opérations de l'entreprise visée en Afrique du Sud. Au fil des ans, les résolutions se firent plus incisives, préconisant le respect des principes Sullivan, la suspension des investissements nouveaux en Afrique du Sud, voire le retrait pur et simple de l'entreprise de ce pays. Dans de nombreux cas, les dirigeants des entreprises visées préférèrent, d'ailleurs, négocier avec ces activistes religieux avant que la résolution ne soit soumise au vote.

Tableau n° 5
Résolutions en assemblée générale passées aux États-Unis
par thèmes en 2003

Thèmes	Nombre de résolutions
Transparence	54
Standards sociaux	31
Problèmes spécifiques à l'entreprise	31
Conseil d'administration	26
Changement climatique	21
Tabac	21
Fournisseurs et conditions de travail	20
Environnement	14
Adhésion à des principes ou chartes internationales	13
Société civile	8
Donations à des partis politiques	5
Défense	4
Conditions de travail des salariés	4
Tests sur les animaux	3
Impôts et taxes	3
Obésité	1
Total	259

Source : adaptation de socialfunds.com, 2003.

Le premier avantage de l'approche par *engagement* est de permettre à l'investisseur d'atteindre son objectif ISR sans interférer avec la gestion financière du fonds. L'avantage est d'offrir un bon niveau de transparence quant à l'atteinte des objectifs financiers. La performance du fonds sera uniquement due à la qualité de gestion et d'analyse financière du gestionnaire. Si l'investisseur recherche à atteindre un objectif ISR,



il pourra assurer la promotion de ce dernier auprès de l'entreprise au travers d'échanges et de dialogues directs. Cette approche est très sollicitée par les investisseurs institutionnels de type fonds de pension, étant donné leurs contraintes financières. Les conseils d'administration des fonds de pension mettent bien souvent en avant leurs obligations de responsabilité fiduciaire afin de limiter l'intégration de filtres extra-financiers dans le processus d'investissement.

Le deuxième avantage de l'approche par *engagement* peut être de profiter de la division des tâches comme facteur d'efficacité. En effet, en divisant le travail de gestion et celui d'*engagement*, la société de gestion espère atteindre plus facilement, ou plus efficacement, les deux objectifs : le financier et l'extra-financier. Chaque équipe se focalise sur son expertise, qu'elle maîtrise entièrement.

Le troisième et dernier avantage que peut offrir l'approche par *engagement* est sans doute la plus grande souplesse et l'efficacité offertes afin d'atteindre les objectifs ISR. Contrairement à l'approche par filtrage, l'investisseur ISR dispose d'un horizon de temps plus long, dans le sens où il est prêt à attendre un certain temps avant que la ou les société(s) ne respecte(nt) complètement ses critères extra-financiers. Outre cette souplesse liée au temps, l'investisseur peut également segmenter son dialogue en fonction du profil et des spécificités propres à chaque entreprise. L'investisseur ne procède donc pas à un filtrage des entreprises sur des critères fixes et homogènes à toutes les entreprises ou, dans certains cas, à un secteur, mais adapte plutôt ses demandes à l'entreprise. La souplesse de cette approche permet aussi de s'adapter à l'état d'avancement de l'entreprise par rapport au respect des critères. Si une entreprise n'est qu'au stade de développement d'outils de collecte de l'information extra-financière, l'investisseur ISR n'en attendra pas la même chose que d'une entreprise qui a déjà dépassé ce stade et qui dispose d'indicateurs précis.

L'inconvénient du dialogue actionnarial reste cependant que cette approche n'a de sens que si l'investisseur dispose d'actifs sous gestion importants. Établir un dialogue pour faire pression sur le management de l'entreprise afin de l'amener à respecter ses critères suppose que l'investisseur puisse établir une relation de force en sa faveur. Cette relation n'est possible que si la demande est portée par un ou plusieurs actionnaires significatifs. L'une des solutions trouvées par les gestionnaires ISR a été de constituer des rassemblements entre gestionnaires pour défendre des causes communes auprès d'un groupe d'entreprises. Certains exemples de coalition existent sur des thèmes fédérateurs comme le changement climatique, avec le Carbon Disclosure Project dont l'objectif est d'amener les entreprises à communiquer sur leurs émissions de CO₂. Un autre exemple peut être l'Extractive Industry



Project qui vise à discuter avec les entreprises, dont l'activité se concentre sur l'extraction de ressources naturelles, comme le pétrole ou les minerais, sur leur impact environnemental et également leur gestion des risques de corruption.

Le dernier inconvénient reste l'évaluation de la réussite ou de l'échec de ce dialogue. Comment assurer à l'investisseur ISR que son objectif a bien été respecté ? L'évaluation de la réussite d'un dialogue ou d'une action de dialogue actionnarial ou d'activisme actionnarial ne se mesure que sur le moyen/long terme. Il est parfois difficile d'identifier clairement le poids de ce dialogue dans les évolutions. Mais l'important dans cette approche, est d'ouvrir un débat sur une inefficience de gestion et d'amener un changement. Le poids des fonds ISR est encore faible et le faible soutien (en % des votes) à ce type de résolutions montre encore les limites de cet exercice à l'heure actuelle. Autre point, cette technique suppose que l'investisseur soit patient et accepte que ses critères extra-financiers soient respectés à moyen/long terme. Sur ce dernier point, un article du *Financial Times* du 27 juin 2005 qualifie l'*engagement* de « beaucoup de mots mais peu d'œuvre ». Cette critique sur l'efficacité des politiques d'*engagement* reste donc d'actualité. Les gestionnaires partisans tentent néanmoins d'accroître la communication sur les résultats obtenus sur l'ensemble des dialogues ouverts avec les entreprises mais des efforts restent sans doute encore à réaliser en la matière.

L'exemple d'initiative commune

L'IFAS, l'International Forum of Active Shareowners, est un réseau d'investisseurs institutionnels américains, européens et canadiens représentant un encours de 1 500 Md\$. Parmi les membres figurent des grands fonds de pensions comme Calpers, Tiaa-Cref, USS, ABP ou des gestionnaires d'actifs comme le Britannique Henderson Global Investors. L'ambition de l'IFAS est d'échanger entre investisseurs sur des questions touchant le gouvernement d'entreprise. Cet échange est d'autant plus important que chaque gestionnaire peut faire part de sa perception de son marché d'origine, permettant ainsi une meilleure prise en compte des spécificités locales. L'IFAS cherche par exemple à obtenir de la SEC une réforme des règles de nomination des administrateurs d'entreprises, afin de faciliter la tâche aux actionnaires souhaitant faire changer la composition des conseils d'administration.

L'intérêt d'un tel regroupement est d'atteindre une taille critique afin de porter une requête commune auprès des entreprises ciblées et d'augmenter les chances de succès.

L'IFAS² recense 5 avantages à participer à cette coalition :

- minimisation des coûts et maximisation de l'impact au niveau international ;



- système d'alerte efficace ;
- pouvoir et influence par le regroupement ;
- appréhension des spécificités locales pour les gestionnaires internationaux ;
- clarification du message donné auprès des entreprises.

Cette initiative est un exemple parmi d'autres de recherche d'atteinte d'objectifs ISR sur un critère particulier : le gouvernement d'entreprise. Il convient cependant de préciser que certains gestionnaires de fonds d'*engagement* utilisent le dialogue actionnarial sur des critères extra-financiers avec pour objectif d'accroître la performance du fonds sur le long terme et non plus seulement en tant qu'objectif à part entière. L'exemple le plus répandu est le critère de gouvernement d'entreprise, mais cette fois avec une logique différente. La philosophie repose sur le fait que le dialogue avec les entreprises ayant de mauvaises pratiques en la matière peut les amener à s'améliorer et entraînant ainsi une revalorisation du titre par les gestionnaires. Cette attente est parfois reprise dans les fonds cherchant à intégrer l'ISR à la fois comme un objectif et une contrainte.

L'ISR COMME CONTRAINTE ET OBJECTIF SUPPLÉMENTAIRE

L'ajustement de l'objectif de gestion

165

La dernière catégorie d'investisseur ISR peut à la fois chercher à atteindre un objectif extra-financier donné et intégrer d'autres critères extra-financiers qui deviendront des contraintes.

Les partisans de l'ISR éthique peuvent combiner ces deux dimensions. Les modalités d'application, au niveau des processus d'investissement, décrites dans les parties précédentes peuvent se cumuler et être appliquées à ce niveau. Le gestionnaire exclut alors une partie de son univers d'investissement et en même temps pousse les entreprises détenues en portefeuille à s'améliorer sur d'autres critères.

Les partisans de l'ISR financier ont également tendance à privilégier cette option. Dans ce cas, le choix des critères extra-financiers est motivé par l'apport qu'ils peuvent faire dans l'attente de l'objectif de performance. Le processus d'investissement incorporera alors la dimension ISR au niveau même du filtre financier.

Un exemple de processus d'investissement : l'intégration dans l'analyse financière

L'intégration de la dimension ISR dans le filtre financier ne peut se faire que lorsque les critères extra-financiers ont potentiellement un impact financier. L'investisseur estime que l'utilisation de ces critères

contribue positivement à atteindre l'objectif de performance. Poursuivant cette logique, à terme, l'objectif financier et l'objectif ISR peuvent être indissociables.

L'intégration de ces critères au sein du style de gestion suppose cependant qu'il y ait une certaine cohérence et complémentarité des approches. L'intérêt pour l'investisseur est d'enrichir ses techniques de sélection de titres traditionnelles grâce aux critères extra-financiers et des approches d'analyse comme le montre le tableau n° 6.

Tableau n° 6
Styles de gestion financière et compatibilité
avec des critères extra-financiers

	Descriptif du style de gestion	Apport des critères extra-financiers	Approche d'analyse extra-financière
<i>Top down</i>	Identification des évolutions macroéconomiques pouvant affecter les secteurs	Identification des enjeux sectoriels	Approche risque/opportunité
<i>Bottom up</i>	<i>Growth</i> Identification des entreprises de croissance	Identification des opportunités	Approche risque/opportunité
	<i>Value</i> Identification des entreprises sous-évaluées par rapport à la valeur fondamentale de l'entreprise	Compréhension des pratiques des entreprises	Approche managériale, coût, risque/opportunité immatérielle

166

Un gestionnaire ayant un style de gestion *Top down* pourra enrichir son analyse sectorielle s'il emprunte le même type de critères extra-financiers, c'est-à-dire l'identification d'enjeux sectoriels. L'approche d'analyse extra-financière la plus appropriée est l'approche par les risques développés qui vise à analyser l'ensemble des risques sociaux et environnementaux auxquels les entreprises peuvent être exposées.

Un gestionnaire suivant un style de gestion *Bottom up* cherche à déterminer une valeur fondamentale de l'entreprise. Cette évaluation portera sur une analyse complète de la société (analyse des forces/faiblesses et des opportunités/menaces, modèle économique, qualité du management). Les différentes approches d'analyse extra-financière (de type managériales, risques, coûts ou immatérielles) viennent compléter l'analyse financière faite par le gestionnaire qu'il soit *growth* ou *value*.

Un gestionnaire *growth* sélectionnera les valeurs offrant les meilleures perspectives de croissance du chiffre d'affaires et des résultats à moyen terme (2 ou 3 ans). Cette croissance peut être tirée par un nouveau marché lié à une innovation, à un développement à l'international, ou encore à une nouvelle réglementation. L'analyse extra-financière portée



sur cette dimension peut orienter les choix d'investissement avec notamment l'identification de marchés porteurs liés à l'une des dimensions du développement durable. L'exemple le plus flagrant est la réglementation en matière environnementale en Europe. La Commission européenne multiplie depuis des années les directives au niveau de l'environnement. Chaque État membre doit ensuite la transposer en droit national et assurer son respect par les entreprises. L'étude de l'impact des directives montre que des marchés de dépollution, recyclage, contrôle des émissions, ou même normes de sécurité voient le jour grâce à la loi. L'investisseur ISR lié à un style de gestion *growth* pourra tout naturellement atteindre ses deux objectifs s'il s'oriente vers les sociétés pouvant tirer parti de ces évolutions. Des fonds thématiques ont vu notamment le jour dans ce domaine avec un seul critère : énergies alternatives, eau, ou environnement. Leur objectif de gestion est de sélectionner les entreprises qui sont sur des marchés de croissance tirés par ces thèmes.

L'avantage de l'approche intégrant l'ISR comme contrainte ou objectif est de promouvoir une meilleure intégration de l'information extra-financière dans les analyses financières et au final dans les cours de Bourse. Une plus grande transparence sur la gestion du capital humain, des relations avec les parties prenantes, de l'impact sur l'environnement et des nouvelles réglementations offrira une vision plus complète de l'entreprise et de ses dynamiques internes. L'analyste financier traditionnel enrichit sa connaissance de l'entreprise en intégrant des critères extra-financiers. L'étude financière et extra-financière, étant menée par les mêmes équipes, assure une meilleure appréciation de l'entreprise ou des prises de décision d'investissement.

Concernant la construction des portefeuilles, les contraintes de risques pourront être plus facilement atteignables, car les deux objectifs tendent à se confondre et à aller dans le sens d'une performance financière, les éléments extra-financiers étant intrinsèquement intégrés à la performance.

Mais ceci présente aussi des inconvénients. Le premier porte sur la difficulté d'accès à l'information sur des critères extra-financiers. Il y a donc aujourd'hui un coût d'accès à cette information pour un investisseur. L'entreprise ne communique pas de manière spontanée toutes les données extra-financières qui pourraient mieux guider les investisseurs à effectuer leurs décisions d'investissement, étant donné leur style de gestion. En principe, un critère extra-financier sera pertinent dès lors qu'un grand nombre d'investisseurs auront validé son utilité. La meilleure mesure de la pertinence est le consensus des avis sur l'indicateur lui-même. Les données extra-financières sont encore en phase de maturation et la sélection des indicateurs à retenir demandera un travail permanent dans les années qui viennent.

Le deuxième inconvénient peut parfois porter sur l'évaluation de l'apport des critères extra-financiers par rapport à l'analyse purement financière. L'analyste ou le gestionnaire financier a l'habitude de se concentrer sur les grandes tendances ou grandes variables qui affecteront notablement la performance de l'entreprise à moyen ou long terme. Les données extra-financières ont pour l'instant tendance à se focaliser sur une multitude de détails. Il reste difficile d'isoler un ou plusieurs critères qui pourraient affecter fortement la performance de l'entreprise.

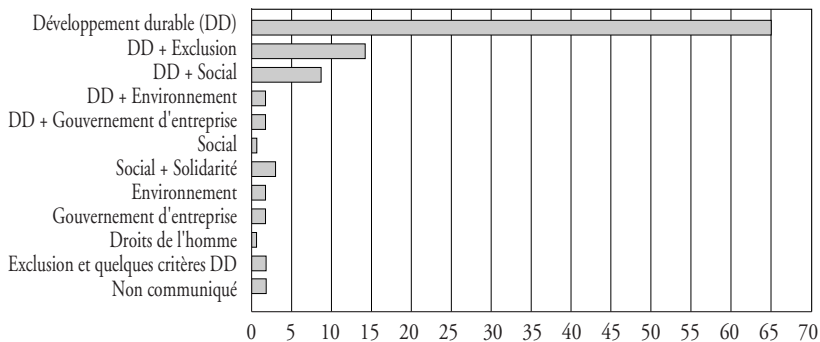
L'exemple français : la dimension ISR est-elle une contrainte ou un objectif ?

Novethic a mené une étude afin de recenser les critères extra-financiers retenus dans les objectifs de gestion des fonds ISR français. La grande majorité des fonds utilise comme critère essentiel le développement durable. La question se pose alors de savoir si ce critère est une contrainte ou un objectif général de gestion. Il est, en effet, important de savoir si l'investisseur cherche à ne sélectionner que les entreprises respectant les critères extra-financiers censés mesurer le développement durable des entreprises ou bien s'il s'est assigné des objectifs plus spécifiques et clairs en la matière. Un investisseur peut très bien vouloir que les entreprises détenues en portefeuille réduisent leurs émissions de CO₂, créent des emplois, soient certifiées ISO 14001 ou 9001...

En pratique, la plupart des fonds ISR français ne reprennent pas forcément les différentes classifications exposées dans les paragraphes précédents dans leur objectif de gestion. Ceci rend de ce fait

168

Graphique n° 2
Les critères extra-financiers retenus par les fonds ISR français
(Nombre de fonds selon les critères de sélection utilisés
au 30 juin 2004)



Source : Novethic, indicateur de l'ISR, 2004.



difficile l'appréciation de l'intégration de la dimension ISR. En revanche, concernant le processus d'investissement, la grande majorité des fonds ISR français s'orientent vers une approche contrainte. Les critères extra-financiers servent, dans ce cas, à évaluer le développement durable des entreprises et débouchent sur un classement de type *best in class*.

L'étape préalable à tout type d'investissement, que cela soit pour un fonds ISR ou un fonds classique, reste la définition des objectifs individuels spécifiques à atteindre. Que recherche-t-on dans l'ISR ? Une plus-value éthique et/ou une plus-value financière ? Si l'on opte pour l'ISR éthique, l'investisseur recherchera un fonds qui respecte l'ensemble de ses critères : il choisira donc un processus intégrant l'ISR comme une contrainte, le filtrage restant dans ce cas l'outil le plus approprié à son attente. Mais dans ce cas l'impact sur la performance pourrait se faire sentir dès lors que les critères sont trop restrictifs. Une option alternative serait de s'orienter vers l'*engagement* en optant pour une approche militante en interpellant les entreprises sur des sujets répondant à ses attentes. Dans ce cas, l'investisseur pourra, à la fois, rechercher une plus-value éthique, mais également financière, l'ISR sera alors pris en compte comme un objectif. Dans une perspective d'ISR financier, l'investisseur pourra également prendre l'ISR comme un objectif, mais en triant les critères qu'il souhaite retenir et intégrer dans le cœur de l'analyse financière. La performance du fonds sera alors maintenue car les critères utilisés doivent soutenir la performance, il serait, par ailleurs, intéressant de décomposer, dans ce cas, la contribution à la performance de ces critères. Les tenants de l'ISR financier pourront également user de l'*engagement*, sous la forme de dialogue actionnarial et non militant, afin d'amener les entreprises à être plus transparentes sur les critères retenus. Dans ce cas, la performance du fonds découlera de la qualité du processus d'investissement financier, les critères extra-financiers n'auront donc aucun effet sur la performance, du moins à court terme, tant que les entreprises n'auront pas communiqué sur les critères retenus.

Les clients recherchant des fonds ISR éthique ou financier ont un éventail de choix assez large. Dans la phase actuelle, l'enjeu pour l'ISR reste de clarifier l'approche retenue, les processus appliqués et l'objectif ISR atteint ou à atteindre. Les fonds ISR éthiques doivent renforcer leur communication sur la plus-value éthique apportée tandis que les fonds ISR financiers doivent progressivement afficher plus précisément les critères qu'ils souhaitent promouvoir au reste de la



communauté financière et, comme pour les critères financiers, commencer à établir un certain consensus dans le domaine en réduisant leur nombre pour ne retenir que les plus pertinents.

NOTES

1. Part des droits de vote requis pour qu'une résolution puisse être déposée à l'ordre du jour de l'assemblée générale d'une entreprise sans le consentement du management de l'entreprise depuis la réforme du 25 juillet 1997 imposée par la SEC (Securities and Exchange Commission). Si cette réglementation avait été effective à la fin des années 1970, lors de la lutte contre les pratiques sud-africaines ségrégationnistes, la majorité des résolutions proposées n'auraient pu l'être.
2. Pour plus d'information au sujet de l'IFAS, consulter le site Activeowners.org