



# L'actionnaire

## socialement responsable

**Les premiers ISR sont apparus aux États-Unis dans les années 1960. En France la loi sur les Nouvelles réglementations économiques en prévoyant d'élargir le système d'informations à produire par l'entreprise dans les domaines social et environnemental, et en encourageant le développement d'une épargne salariale va dans ce sens. L'ISR suppose une vision de l'entreprise élargie, tenant compte de performances jusqu'à présent négligées.**

« **V**otre actionnaire socialement responsable, mais c'est un oxymoron ! » s'exclamât la jeune collègue anthropologue à qui je tentais d'expliquer la signification de ce terme ; « c'est comme parler d'un despote éclairé ou d'un gentil malfacteur ; cela relève de la provocation sémantique qui cache, soit une naïve utopie, soit une habile manipulation » poursuivit-elle, exprimant, en cela, les opinions les plus répandues en la matière.

Cet épisode vécu fait réfléchir à la nécessité, lorsque l'on parle des relations entre argent et société et, plus particulièrement, entre investissements financiers et comportements humains, de bien situer les termes du débat en essayant d'en éviter les risques, fussent-ils ceux de l'automanipulation.

Cette contribution tente de répondre à cette préoccupation, en étant au demeurant conscient, dans un domaine des sciences humaines et sociales particulièrement sensible, que chacun interprète sa lecture du monde avec ses propres « lunettes » (Schopenhauer), celles que sa formation, ses convictions, son engagement comme sujet social lui ont permis d'acquérir.

Dans un premier temps, nous dresserons un rapide « état des lieux » pour permettre aux lecteurs de s'y retrouver dans un ensemble de concepts encore peu

stabilisés et d'expériences foisonnantes. Puis, nous présenterons quelques éléments d'analyse qui nous paraissent devoir structurer le débat. Enfin, nous dégagerons les enseignements qui peuvent être tirés de ces expériences, en termes de modes de régulation du capitalisme contemporain.

### I. – L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE UN RAPIDE ÉTAT DES LIEUX

On tentera de répondre successivement aux questions suivantes : de quoi parlons-nous ? Comment ce phénomène et les concepts connexes qui l'entourent ont-ils émergé ? Quelle en est la structuration actuelle et quelles en sont les principales perspectives ?

#### 1. Concepts et objet d'analyse

Le concept d'« investissement socialement responsable » (ISR) est – comme beaucoup d'autres concepts économiques contemporains – directement traduit de l'américain « *Socially Responsible Investment* » (SRI). Comme on le sait, l'expression anglo-saxonne *social* est plus large que son homologue française qui, dans le monde de l'entreprise, fait référence implicitement aux seuls « partenaires sociaux » (notamment les représentants syndicaux des employeurs et des salariés) et non à l'ensemble des partenaires concernés par l'entreprise et par ses activités (clients et fournisseurs, collectivités locales, pouvoirs publics, etc.). On utilise souvent le terme de « sociétal » pour exprimer cet élargissement des relations sociales au-delà des strictes relations professionnelles employeurs-salariés.

Ces divers partenaires sont regroupés, dans la terminologie anglo-saxonne, sous le vocable *stakeholders* – littéralement « détenteurs d'enjeux » ou « parties prenantes » – permettant un jeu de mot facile par opposition aux « détenteurs d'actions » – *stockholders* ou *shareholders*.

Ainsi, l'ISR concerne des opérations d'investissement prenant en considération les différentes « parties prenantes » concernées par le dit investissement. Une entreprise sera réputée « socialement responsable » si ses opérations d'investissement relèvent de l'ISR et, plus généralement, si son comportement – *via* les décisions de ses dirigeants – prend en compte les attentes de ses divers partenaires internes et externes.

De même, un actionnaire sera réputé « socialement responsable » si son épargne s'investit en actions d'entreprises elles-mêmes « socialement responsables » et, plus généralement, si son comportement d'épargnant tend à peser sur les décisions des dirigeants des sociétés dont il est actionnaire dans le sens d'une plus grande responsabilité sociale (au sens large – sociétal – du terme).

On observera que le terme *investissement* est utilisé en deux référentiels distincts :

- au niveau de l'entreprise, comme développement du potentiel productif sous diverses formes directes (investissements matériels et immatériels, etc.) ou indirectes (investissements financiers) ;
- au niveau de l'épargnant, comme forme d'utilisation de son épargne sur différents supports : comptes d'épargne, valeurs mobilières à revenu fixe ou variable ; épargne gérée parfois directement, le plus souvent sous forme intermédiée par le

moyen d'organismes de placement dits fonds d'investissements<sup>1</sup>.

Ces deux référentiels constituent des temps successifs de l'ISR : en amont, l'épargnant souhaite orienter son épargne vers des entreprises socialement responsables ou utiliser ses droits pour les amener dans cette direction ; en aval les dites entreprises effectuent des opérations qui les rendent socialement responsables aux yeux des opinions publiques concernées, notamment celle des actionnaires pratiquant l'ISR. Le fait que l'épargne des ménages soit de plus en plus intermédiée amène les gestionnaires des organismes d'investissements, dépositaires des fonds des épargnants, à être les intermédiaires de ces derniers auprès des dirigeants des entreprises et à intervenir en leur nom.

---

« corporate governance » :  
savoir comment la direction  
a été constituée et contrôlée

---

La « gouvernance des entreprises » (GE) exprime cet ensemble de relations entre les dirigeants des firmes et ceux à qui ils doivent « rendre compte » : ici les actionnaires *stricto sensu*, là l'ensemble des parties prenantes. Ces concepts, comme les précédents, ont parfois souffert lors de leur transposition du contexte anglo-saxon au contexte français. Ainsi « *corporate governance* » a été traduit malencontreusement en « gouvernement de l'entreprise », alors qu'il ne s'agit pas de savoir comment l'entreprise est dirigée, mais comment sa direc-

tion a été constituée et est contrôlée<sup>2</sup>... De même, le concept d'*accountability* n'a pas réussi à avoir une traduction simple, sinon par une périphrase « capacité à rendre compte ». Ces deux concepts sont pourtant importants et complémentaires par rapport à la problématique du SR : les épargnants soucieux d'effectuer des ISR, directement ou par l'intermédiaire d'un fonds de placement, ne pourront vérifier le bien fondé de leurs actions – aux deux sens du terme – que si les dirigeants des firmes concernées sont incités eux-mêmes à adopter un comportement SR – condition de gouvernance – et qu'ils soient amenés à en rendre compte – condition d'*accountability* –.

## 2. La lente émergence des ISR

Une histoire détaillée des ISR n'est pas ici l'objet. On se contentera de quelques points de repères (Brabet, 2002 ; Capron et Quairel, 2001 ; Loiselet, 2000 ; Sicard 2001).

Les premières manifestations d'ISR peuvent être situées aux États-Unis au cours des années 1960. Elles sont à relier à la prise de conscience, dans des sphères limitées de l'opinion et sur la base de motivations politiques ou religieuses, de la contradiction morale que pouvait représenter la détention d'actions – et la perception des dividendes y afférant – de sociétés fondées, pour tout ou partie de leur activité, sur des opérations répréhensibles, comme le commerce avec l'Afrique du Sud (à l'époque mise au ban des nations en raison de sa

1. Une anecdote illustre cette ambivalence du terme « investissement ». Lors de la récente fusion des holdings liées à la famille de Wendel, M. Seillière a tenu à ce que la nouvelle entité s'appelle « *Wendel Investissement* » et non « *Wendel Investissements* » ; selon l'intéressé « le pluriel rappelle les fonds d'investissements à vocation essentiellement financière, tandis qu'au singulier il évoquerait l'investissement au sens noble du terme, synonyme d'esprit d'entreprise » (*Le Monde*, 15 juin 2002).

2. Pour plagier E. Morin, on peut dire que la gouvernance est, en quelque sorte, « le management du management ».

politique d'apartheid) ou le commerce des armes. Les prescriptions qui en découlaient en matière d'ISR étaient simples : le rejet, en termes de placement financier, des sociétés concernées. Par là, leur effet était très limité, du fait du caractère marginal de ces placements dits « éthiques ».

Progressivement, durant les années quatre-vingt, les cibles de cette « discrimination citoyenne » se sont élargies. Tout d'abord, en termes d'actions répréhensibles au nom de la morale ou du « politiquement correct » : les discriminations raciales ou sexuelles, l'exploitation des enfants (affaire Nike), la corruption, etc. Ensuite, de nouveaux champs de préoccupations sont apparus, notamment dans les deux grands domaines constitués, d'une part par la santé humaine (lutte contre la drogue et, plus généralement, les produits nocifs à la santé : alcools, tabac, etc.), d'autre part, par l'écologie (lutte pour la préservation du patrimoine naturel, incluant la protection animale).

Par ailleurs, les formes de cet ISR ont fortement évolué : les gestionnaires de fonds ne se contentent plus – selon l'expression triviale – de « voter avec leurs pieds » en excluant des portefeuilles éthiques les actions des sociétés mises à l'index, mais ils utilisent les voies et moyens de la *corporate governance* dans le sens d'un « activisme actionnarial » : demandes réitérées d'informations, présence aux assemblées générales, interpellation des dirigeants avec, si nécessaire, une mise en scène médiatique...

Cette évolution doit être replacée dans le contexte de la société américaine, dont on connaît l'importance prise par la responsabilité individuelle – modèle dit webérien –, par le poids des marchés financiers et des

investisseurs institutionnels qui y opèrent (notamment les fonds de pension en charge des retraites par capitalisation), par le rôle des différentes communautés ethniques, religieuses, etc. des lobbies qui les représentent et des médias qui les expriment.

Dans le reste du monde, et plus particulièrement en Europe, l'émergence de l'ISR a suivi, dans un processus décalé par rapport au modèle nord-américain et tenant compte des spécificités des sociétés nationales concernées.

Ainsi, le Royaume-Uni et les pays de l'Europe du Nord sont traditionnellement considérés comme proches du modèle nord-américain. Le rôle des marchés financiers, notamment de la City londonienne, est majeur ; les conceptions idéologiques, politiques et religieuses rappellent le modèle webérien, même si d'importantes nuances doivent être apportées, telles que le rôle important de l'État – la « seconde mère » – dans la tradition sociale-démocrate scandinave. L'attachement aux droits de l'homme, à l'égalité des sexes, à la protection de la nature, etc. ont favorisé le développement des mouvements orientés vers l'ISR, tant au niveau des entreprises qu'à celui des épargnants. L'Allemagne a constitué longtemps une exception. Le « capitalisme rhénan » (Albert 1991), caractérisé, d'une part par le poids des banques dans le contrôle et le financement de l'industrie, d'autre part par la tradition de gestion des relations de travail, a pu apparaître, avec son homologue japonais, comme un mode de GE alternatif – modèle germano-nippon – par rapport au modèle de GE anglo-saxon. Cette situation a connu une évolution rapide (« affaire Mannesman/Vodafone ») ; le rôle des marchés financiers et le mode de GE anglo-saxon se développent

et, avec eux, les premières manifestations d'ISR, en liaison notamment avec les préoccupations relatives à l'écologie.

Les pays latins sont considérés, à juste titre, comme très éloignés, du modèle webérien, à la fois en raison de leurs structures économiques donnant plus d'importance à la sphère publique que privée et de leurs traditions idéologiques, politiques, culturelles et religieuses reposant plus sur la famille, le clan, la région que sur l'individu. Les sources traditionnelles de l'ISR sont de ce fait peu présentes, sinon implicitement par le contenu « sociétal » de comportements à fort contenu relationnel.

---

### une perspective en France pour les investissements socialement responsables

---

La France fait partie de cet ensemble géoculturel latin, même si son rôle historique – et désormais révolu – de « grande puissance », l'a amenée parfois à revendiquer une position spécifique dans la plupart des domaines. Le modèle original de GE – caractérisé par une forte interpénétration public-privé, des participations croisées des grands groupes, des syndicats divisés et revendicatifs – a subi une évolution parfois drastique vers le modèle anglo-saxon<sup>3</sup>. L'ISR, dans son acception d'origine, est resté marginal ; en revanche, la forte préoccupation aux problèmes de l'emploi et les nouveaux dispositifs institutionnels (voir lois sur les nouvelles régulations écono-

miques, sur l'épargne salariale, etc.) ouvrent – comme on le verra – une réelle perspective à son développement.

### 3. Intensité et diversité actuelle de l'ISR

Il est difficile de « mesurer » avec précision l'ISR ; cela dépend des critères retenus pour définir ce dernier.

Au sens strict, on parlera de « fonds d'investissements éthiques » – c'est-à-dire respectant scrupuleusement les objectifs et contraintes ci-dessus mentionnées. Cette forme « pure » d'ISR reste minoritaire, même si chaque grande institution financière s'est efforcée de proposer à la clientèle potentielle, dans une perspective de segmentation du marché de l'épargne, des produits adaptés. Leur succès est mitigé :

- aux États-Unis, berceau de l'ISR, les observateurs l'évaluent à environ 13 % de l'épargne investie (Loiselet, 2001)<sup>4</sup> ;
- en Europe, selon les pays, ce pourcentage est très sensiblement moindre, parfois négligeable pour les pays latins ;
- en France, il commence seulement à être repéré dans les statistiques officielles<sup>5</sup>.

Au sens large, on parlera de l'ensemble des fonds adoptant un « code de bonne conduite » pour leurs placements financiers ; codes respectant, à des degrés divers, telle ou telle prescription relevant du SR. Ici, on se contentera d'une position minimale d'exclusion des sociétés qui enfreignent une prescription donnée (par exemple, sur les droits de l'homme) ; là, on mettra l'accent sur les problèmes d'envi-

3. Voir, entre autres, les études menées par Morin *et al.* (1996), Ponssard *et al.* (2001), Pérez *et al.* (2002).

4. Soit de plus de 2 milliards d'US \$ sur un montant global d'épargne « gérée professionnellement » estimé à 18 milliards ; ce qui, en valeur absolue, est considérable. Ce « segment de marché » est désormais reconnu comme tel et les mêmes opérateurs financiers qui, il y a quelques années, se gaussaient plus ou moins ouvertement des pionniers de l'investissement éthique, sont les premiers à fréquenter les *road shows* et salons spécialisés dans ce domaine.

5. Environ 1 milliard d'euros pour les OPCVM qualifiés ISR, soit moins de 1 % des actifs gérés par l'ensemble des OPCVM (source : site *sri-in-progress*).

ronnement, condition nécessaire au développement dit durable (*sustainable development*)... À cette aune, beaucoup de fonds d'investissement peuvent revendiquer faire de l'ISR pour tout ou partie de leurs activités

L'exemple de CalPERS est, à cet égard, édifiant. Ce fonds de pension de premier ordre – plus de 200 Mds US\$ investis – a récemment pris des mesures restrictives envers trois pays dont les comportements lui sont apparus contraires aux normes souhaitables. Cette attitude relève, à l'évidence, de l'ISR, sans cependant que l'on puisse en déduire que tout le fonds CalPERS relève de cette catégorie.

Ainsi, selon les critères retenus, les périmètres des ISR varient et, subséquemment, leurs poids dans les économies occidentales. On peut cependant avancer, que ce poids a franchi le stade de l'anecdotique et qu'il tend à constituer une composante « croissante et durable » du monde financier contemporain.

#### 4. Les perspectives de l'ISR

L'avenir de l'actionnariat SR paraît en effet prometteur, compte tenu du nombre d'initiatives – parfois désordonnées – qui ont été prises ces dernières années ou qui sont actuellement en gestation.

a) En France, les deux initiatives majeures, initiées par le gouvernement Jospin, sont

constituées, d'une part par le dispositif d'appui à l'épargne salariale, d'autre part par la loi sur les Nouvelles régulations économiques (NRE). Ces deux décisions de politique économique s'inscrivent dans une démarche d'ISR et se complètent l'un l'autre :

Le dispositif d'appui à l'épargne salariale a été adopté par le Parlement français en 2001 en remplacement de la loi Thomas, votée par la législature précédente mais non mise en œuvre. Le premier ministre de l'époque et son ministre de l'Économie ont tenté de concilier les objectifs d'élargissement de la relation épargne-investissement productif, *via* le renforcement des fonds propres des entreprises et les préventions envers les fonds de retraite par capitalisation, susceptibles de nuire au système actuel fondé sur la répartition. Préparé par le rapport Balligand-de Foucault (2000), le dispositif prévoit la possibilité de constituer des fonds d'épargne interentreprises à la gestion desquels les partenaires sociaux seraient associés. Dans cette perspective, plusieurs organisations syndicales – la CFDT, la CFTC, la CFE-CGC et la CGT<sup>6</sup> – ont créé, en janvier 2002, un Comité intersyndical de l'épargne salarial (CIES) chargé notamment de « sélectionner les gestionnaires d'épargne salariale orientée vers l'ISR »<sup>7</sup>.

La loi sur les Nouvelles régulations économiques (NRE), à l'origine très ambitieuse<sup>8</sup> aborde plusieurs thèmes dont ceux du

6. Si la présence des trois premières confédérations ne surprend pas, celle de la CGT marque une évolution majeure de cette organisation syndicale; position que ses responsables ont été amenés à justifier (voir Saincy et Chanu, 2002).

7. Manifeste commun (janvier 2002). Depuis cette création, une première série de quatre fonds, présentés par de grands établissements (Axa, Crédit Lyonnais, Macif, Société Générale) a été « labellisée ». D'autres sont en cours d'examen.

8. Ainsi, elle devait initialement intégrer les thèmes précédents relatifs à l'épargne salariale, thèmes qui ont été déconnectés, vu leur caractère politiquement sensible.

« gouvernement d'entreprise » et, parmi ces derniers, celui du SR. Ainsi, elle prévoit d'élargir le système d'informations à produire par l'entreprise (reporting) aux domaines social et environnemental (voir l'article 116 de la loi RNE et le décret d'application).

On voit comment ces deux dispositifs s'épaulent mutuellement pour développer les thématiques de l'ISR : le premier permet la constitution de fonds qui peuvent être dédiés à ces thèmes, le second oblige les entreprises à « rendre compte » sur ces mêmes thèmes <sup>9</sup>.

---

### une multiplication d'initiatives internationales

---

b) En Europe, selon les pays concernés et leurs traditions politiques et culturelles, un certain nombre de dispositions comparables ont été mises en place. Ainsi, en Grande-Bretagne, depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2000, la loi oblige les entreprises à publier des informations sur leur politique environnementale. Les pays scandinaves, on s'en doute, sont plus en avance – par exemple, le fonds norvégien Storebrand – et les pays de l'Europe du Sud plus en retard.

Au plan communautaire, une avancée significative a été constituée par la publication, en juillet 2001, du « livre vert » de la Commission européenne <sup>10</sup>, document de référence qui articule la responsabilité sociale

de l'entreprise autour de deux séries de dimensions :

- la « dimension interne » concernant en premier lieu les personnes travaillant dans l'entreprise (santé, GRH) mais aussi la gestion des impacts sur environnementaux ;
- la « dimension externe » concernant les différents partenaires extérieurs à l'entreprise : consommateurs et fournisseurs, communautés locales...

Les concepteurs du « livre vert » préconisent une approche « holistique » de la responsabilité sociale de l'entreprise, approche reposant sur une gestion intégrée, la production d'informations adaptées, la labellisation et... le développement de fonds ISR. Comme la plupart des initiatives communautaires, il faudra certainement beaucoup de temps pour que ces recommandations s'expriment concrètement dans les comportements d'investissement et d'épargne SR, mais la direction est clairement donnée.

c) Dans le monde, la situation est encore plus contrastée entre les puissants fonds de pension nord-américains dont la présence comme actionnaires SR – au sens large du terme – est chaque année plus prégnante et de nombreux pays pour lesquels les contraintes de développement sont telles que l'ISR est, dans le meilleur cas, objet d'expériences limitées (par exemple, les dispositifs d'aides au micro-entreprises *via*

---

9. En revanche, il est trop tôt pour analyser ce que le nouveau gouvernement français – issu des élections de mai-juin 2002 – décidera concernant la poursuite de ces initiatives, leur inflexion ou leur remplacement par un nouveau dispositif. Probablement, il optera pour une évolution de l'épargne salariale plus explicitement orientée vers des « fonds de pension à la française » – avec des précautions liées à la crise actuelle des marchés financiers – et un assouplissement des mesures prévues dans la loi NRE dans ce qu'elles avaient de plus contraignant, préférant s'en remettre à une approche plus contractuelle (position défendue par le MEDEF). Mais ce ne sont, évidemment, que des conjectures...

10. Livre vert : « promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises », Commission de l'UE, Bruxelles, 18 juillet 2001.

le micro-crédit ou les fonds d'épargne solidaire), mais restent le plus souvent objet d'incantations sans concrétisation.

L'ONU – plus exactement le PNUE (Programme des Nations unies sur l'environnement) – a bien lancé un « code de bonne conduite » à l'intention des firmes multinationales (*United Nations Global Compact*, 2000) et a préparé activement le second sommet mondial sur le développement durable (*World Summit on Sustainable Development*) qui, dix ans après celui de Rio, c'est tenu cette année à Johannesburg (du 26 août au 4 septembre 2002). Mais il serait, à tous égards, prématuré d'en tirer des conclusions exagérément optimistes. D'autres organismes internationaux (le BIT, l'OCDE, etc.) ont émis des recommandations ou des propositions concernant ici les initiatives sociales (BIT), là les principes de *corporate governance* (OCDE).

Enfin, les ONG, de toutes natures et de toutes tailles, sont particulièrement actives dans un domaine d'activités – le SR – si conforme à leurs conceptions générales de la réflexion citoyenne et de l'action via la société civile.

En résumé, et au-delà de ce foisonnement inhérent à tout mouvement social récent, on peut avancer que les thématiques autour de l'ISR que ce soit en amont – l'épargne SR – ou en aval – l'entreprise SR – sont maintenant bien établies et, faisant le lien entre cet amont et cet aval, que l'actionnaire SR tend à devenir un acteur majeur du monde économique contemporain.

Le paradoxe est que cet essor indubitable s'observe alors que les bases théoriques posées par l'ISR sont encore fragiles, ainsi que les modalités pratiques de sa mise œuvre.

## II. – LES QUESTIONS THÉORIQUES ET PRATIQUES POSÉES PAR L'ISR

Le débat sur et autour de l'ISR ne laisse pas indifférent en raison de la charge affective qui parfois l'entoure tant auprès de ses adeptes que de ses contempteurs. Pour le chercheur, il pose des questions, parfois non triviales, à deux niveaux :

- au niveau théorique de son insertion dans le *corpus* des concepts économiques ;
- au niveau pratique de sa mise en œuvre par les acteurs et institutions concernés.

### 1. Un statut théorique ambigu révélant un questionnement fondamental

Si le « socialement responsable » (SR) se caractérise par la prise en compte, par un agent économique donné, des attentes des différents partenaires, au-delà des intérêts des seuls actionnaires ; alors l'actionnaire SR est celui qui ne se comporte pas seulement comme un actionnaire ! L'oxymoron n'est pas loin...

Analyser ce paradoxe apparent amène à reprendre quelques points classiques de la théorie économique, notamment les critères de comportement et la question des externalités.

#### a) *Un épargnant SR est-il un être rationnel ?*

Cette question mérite-t-elle d'être posée ? Oui pour ceux pour qui la rationalité se ramène à définir des *homo economicus* dont le comportement peut être décrit via une fonction d'utilité plus ou moins simpliste, par exemple la maximisation de la richesse acquise sur un horizon de temps donné. À cette aune-là, l'épargnant SR n'agit pas rationnellement s'il se prive d'opportunités

de placements plus rentables que les ISR qu'il a choisis.

---

### comment définir une rationalité compatible avec un comportement SR

---

En revanche, une conception plus élaborée de la rationalité la rend parfaitement compatible avec un comportement SR et ceci, même dans un cadre théorique néo-classique. Il suffit, pour le comprendre, d'admettre que toute personne est, à des degrés divers, consommateur et épargnant, producteur et consommateur, agent économique et citoyen; à ce dernier titre, elle peut être sensible à des considérations concernant ici l'écologie, là les droits de l'homme, ailleurs la solidarité internationale. Sa fonction d'utilité – si tant est qu'il soit besoin d'en formaliser une – est de type multicritères, tentant de reproduire, autant que faire se peut, les déterminants complexes et parfois contradictoires de l'agent concerné.

Dans une contribution récente, qui se veut importante<sup>11</sup>, M.C. Jensen (2001) critique sévèrement les approches *stakeholders* (Freeman, 1984; Sternberg, 1996) sous l'argument qu'elles ne permettent pas de prendre de véritables décisions – « *Multiple Objectives is No Objective* » – laissant par-là les managers libres de fait de

leurs choix<sup>12</sup>. Ce raisonnement, concernant les entreprises en général, peut s'appliquer à ces entreprises spécifiques que constituent les fonds d'investissement, lesquels, s'ils se veulent SR, prennent le risque de se priver de critères de gestion simples comme l'optimisation de leur portefeuille dans un référentiel rentabilité-risque donné.

Appliquée à l'épargnant lui-même, cette critique reste fondée en termes de *commodity* de gestion de son épargne, mais l'épargnant SR « manageant » par ailleurs les autres composantes (professionnelle, personnelle, civique, etc.) de sa vie, doit être à même d'effectuer les nécessaires arbitrages auxquels cette diversité de situations l'expose.

#### b) *Comment intégrer les externalités ?*

Cette question correspond – comme on le sait – à un thème classique de l'analyse économique depuis longtemps (Scitovsky, 1954), question qui reste toujours difficile à traiter, au point que nombre de chercheurs l'éluent<sup>13</sup>. Elle est pourtant importante, voire consubstantielle à la problématique de la « responsabilité sociale ». En effet, que signifie « prendre en compte les points de vue des différentes parties prenantes » (clients et fournisseurs, salariés, collectivités locales, défenseurs de la nature, etc.), sinon raisonner en termes

---

11. Contribution, s'appuyant sur des travaux antérieurs (notamment Jensen et Meckling, 1992), pré-publiée (Beer et Noria, 2000), diffusée comme, papier de recherche sur le site de la Harvard Business School et sur celui du *Social Science Research Network* (SSRN), enfin publiée simultanément en 2001 aux États-Unis (*Business Ethics Quarterly*) et en Europe (*European Financial Management Review*).

12. « *Stakeholder theory... leaves managers empowered to exercise their own preferences in spending the firm's resources* » (Jensen, 2001). L'auteur étend sa critique incisive aux tenants de l'approche « *balanced scorecard* » (Kaplan et Norton, 1996) qui lui paraît relever de la même problématique « *The balanced Scorecard is the managerial equivalent of stakeholder theory* » (*ib.*).

13. C'est le cas de la contribution de Jensen, citée *supra*, dont le cadre d'analyse postule « *the absence of externalities and monopoly* », ce qui – à nos yeux – affaiblit considérablement la dite contribution.

d'externalités, positives ici, négatives là, de telle sorte que seules les premières apparaissent (perspective d'optimum de Pareto) ou l'emportent largement sur les secondes (*second best*).

Quelques exemples simples permettent d'illustrer cette correspondance.

– les investissements dans des entreprises, elles-mêmes représentatives d'« industries motrices » – métallurgie et chemins de fer au 19<sup>e</sup> siècle, électricité, automobile au 20<sup>e</sup>, TMT aujourd'hui ? – ont pu constituer, ce que F. Perroux avait appelé des « pôles de développement » pour espace économique donné (une région, voire un pays). En sens contraire, on a pu voir les effets dévastateurs, sur une localité ou un bassin d'emploi, de fermetures d'unités appartenant à des entreprises en difficulté et/ou des industries en déclin (textile, sidérurgie...);

– le rapport à l'environnement « naturel »<sup>14</sup> est également ambivalent, comme on peut l'illustrer avec l'activité agricole. Ici, cette activité contribue à la fois à la bonne gestion de l'espace rural et au maintien d'un lien social; là, les excès du productivisme ont des effets externes négatifs tant sur le niveau des nappes phréatiques que sur leur degré de pollution;

– les externalités sont nombreuses au plan international. Dans un pays, les entreprises et les investisseurs qui en sont actionnaires, « profitent » – au plein sens du terme – d'une main-d'œuvre qualifiée, habituée au travail industriel, d'un « climat » jugé propice aux initiatives entrepreneuriales. Dans un autre, une crise sociale

et les tensions qui traversent la société civile pénalisent les entreprises qui y sont installées. Les effets de l'attentat du 11 septembre 2001 sur certains secteurs de l'économie américaine (aéronautique, assurances, etc.) illustrent tragiquement cette dépendance.

D'une manière plus générale, les activités de l'entreprise, que celle-ci soit de grande ou de petite taille, ne peuvent être isolées d'un environnement, non seulement économique et écologique, mais aussi socioculturel, idéologique et politique.

Ainsi, on peut schématiquement avancer que l'ISR repose, au plan conceptuel, sur deux thèmes majeurs et bien identifiés par la théorie économique :

– d'une part, la possibilité de prendre en compte une approche multicritère dans le comportement des agents en charge des opérations d'ISR;

– d'autre part, la nécessité d'élargir l'appréciation de l'impact des activités des firmes concernées par l'ISR aux externalités, positives et/ou négatives, générées par ces activités.

L'un et l'autre de ces aspects ne sont pas sans poser de délicats problèmes en termes d'opérationnalisation.

## 2. Des pratiques encore expérimentales et à vocation pédagogique

Comment devenir un actionnaire SR ? Maints responsables de fonds d'investissements se posent la question, qu'ils soient eux-mêmes convaincus de l'intérêt de l'ISR ou que, plus prosaïquement, ils souhaitent

14. Les « guillemets » s'imposent quand on sait, que pour l'essentiel des pays développés, la « nature » est, depuis longtemps, largement façonnée par l'homme, constituant des « écosystèmes homme-nature » spécifiques.

être présents sur ce nouveau segment du marché de l'épargne, segment assuré d'une « croissance à deux chiffres » pour une période *a priori* durable.

Les expériences étudiées et les témoignages recueillis<sup>15</sup> permettent de situer le débat pratique autour de deux séries de considérations :

– la première concerne la démarche, classique pour un gérant de fonds, de structuration de son portefeuille et de critères d'analyse et de sélection des titres composant ce dernier (le *screening*) ;

– la seconde, plus récente, concerne l'attitude à avoir, comme actionnaire, vis-à-vis des dirigeants des sociétés dont on détient des titres ; relation d'agence relevant de la *corporate governance*.

Comme on le verra, ces deux séries de considérations, bien que, *a priori*, fort distinctes, tendent à se compléter dans une optique d'un actionariat SR.

#### a) *La structuration des portefeuilles et les critères de sélection : à la recherche de la formule magique*

Le principe de constitution d'un portefeuille SR est apparemment simple : si chaque titre offert sur un marché financier est affecté d'indicateurs en termes de SR, le gestionnaire du fonds pourra constituer son portefeuille puis le gérer en ne retenant que les titres des sociétés présentant les meilleurs

indicateurs et, *a contrario*, en écartant celles qui en ont de mauvais ou d'insuffisants.

### une multiplicité de critères hétérogènes

La mise en œuvre de ce principe général soulève de nombreux problèmes techniques. Le principal est évidemment la multiplicité, voire l'hétérogénéité, des critères caractérisant le champ du SR. Comment comparer une activité relevant du jugement éthique (par exemple, fabrication d'armes) et celles relevant de l'atteinte à l'environnement (par exemple, activités polluantes) ? Certaines d'entre eux peuvent être contradictoires : on l'a vu, par exemple, entre environnement et emploi à propos de la demande de fermeture de sites présentant des risques élevés de pollution<sup>16</sup>.

Par ailleurs, les limites concrètes des activités SR et de celles qui ne le sont pas sont difficiles à cerner. L'industrie informatique et, plus généralement, celle des nouvelles technologies présentent des caractéristiques très positives en termes de SR (activités conviviales, créatrices d'emploi – jusqu'au retournement de l'été 2000 –, non polluantes, etc.), mais peuvent également servir à la mise au point d'armes sophistiquées. Il en va de même des industries chimiques et biologiques, des transports, de la banque, etc. Par cercles successifs toutes

15. Par exemple, celui du fonds ETHOS – fonds de retraite des fonctionnaires du canton de Genève – dont son directeur, M. Biderman, a bien voulu, à deux reprises, présenter la philosophie et le mode de fonctionnement (séminaire *GEP2D*, Université Paris-Dauphine, septembre 2000 et Université européenne d'été, Montpellier, septembre 2001). Plus récemment, celui de M. Olivier, directeur financier à la Caisse des dépôts, débat organisé par l'Institut des actuaires, Paris, 10 juin 2002.

16. Cette contradiction peut exister à l'intérieur même d'un domaine donné du SR. Ainsi, en matière d'environnement, l'énergie nucléaire a pu être considérée comme « l'une des plus propres » (déclaration du nouveau ministre français de l'écologie et du développement durable, mai 2002) ; ce qui est vrai pour l'effet de serre, mais évidemment non pour le risque de radioactivité.

les activités humaines, à l'instar de la langue d'Esopé, peuvent servir au meilleur comme au pire.

Enfin, la sensibilité aux différents domaines du SR varie considérablement selon les pays. Comme on l'a rappelé dans le bref « état des lieux » esquissé supra, certains pays, dans la ligne des principes fondateurs des premiers fonds éthiques, resteront particulièrement sourcilleux sur les aspects relevant de la morale ou du « politiquement correct » (par exemple, discrimination raciales ou sexuelles); d'autres, parfois les mêmes, seront très vigilants vis-à-vis de la sauvegarde de l'environnement naturel. La sensibilité aux problèmes de l'emploi est, comme on le sait, très diverse selon les pays et leurs traditions socioculturelles plus ou moins ouvertes à la mobilité versus l'enracinement des salariés<sup>17</sup>.

Cette diversité freine considérablement la mise en place de critères de sélection reconnus internationalement, ce qui entraîne une distorsion entre les exigences de la gestion de plus en plus internationale des fonds d'épargne et les contraintes spécifiques générées par l'ISR.

Par exemple, le site Novethic, ([www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)) dédié à l'ISR, procède à une évaluation régulière des grandes sociétés cotées (notamment celles constituant le CAC 40), sur la base de sept familles de critères :

- ressources humaines ; emploi, formation, gestion des ressources humaines ;
- environnement : respect des normes, économie d'énergie, recyclage, etc. ;

- gouvernement d'entreprise : informations des parties prenantes, contrôle des dirigeants ;
- pratiques commerciales : politique qualité (ISO 9000) ;

- impact local : sur les pays d'implantation, les régions ; les bassins d'emploi ;

- communication : place du développement durable dans l'institution ;

- citoyenneté : efforts en faveur de causes sociétales (par exemple, réinsertion, etc.).

Appliquée, à titre d'illustration, au groupe l'Oréal, ce positionnement multicritère donne un profil connoté très positivement (source : site Novethic, juin 2001) :

- ressources humaines : « une entreprise formatrice » ;

- environnement : « une entreprise engagée » ;

- gouvernement d'entreprise : « une entreprise transparente » ;

- pratiques commerciales : « une politique qualité généralisée » ;

- impact local : « respect des normes de l'OIT et de l'ONU » ;

- communication : « éthique et responsabilité sociale » ;

- citoyenneté : « L'Oréal participe au développement durable ».

Cette convergence de notations positives ne doit pas cependant trop illusionner; elle peut autant représenter un engagement effectif de l'entreprise concernée (« bien faire ») qu'une politique de communication efficace (« faire savoir ») ou l'une et l'autre successivement (« bien faire » si possible et, surtout, le « faire savoir »).

Concrètement, les responsables de fonds ISR tentent de surmonter ces inévitables

17. Par exemple, l'affaire LU-Danone, qui a défrayé la chronique en France au printemps 2001, eût été considérée comme banale aux États-Unis. Les investisseurs anglo-saxons considéraient plutôt que les mesures de restructuration envisagées étaient trop timorées (Pérez et Palpacuer, 2002).

difficultés, en mettant en place des systèmes d'analyse de titres plus ou moins sophistiqués, reposant sur une combinaison de critères alliant le champ de l'analyse financière traditionnelle et ceux du SR.

Ainsi le fonds de pension suisse ETHOS (Bidermann, 2000, 2001) regroupe les caractéristiques des titres des sociétés qu'il étudie en trois groupes de critères :

1. critères financiers ;
2. critères environnementaux ;
3. critères sociaux.

Ces trois groupes de critères dessinent un « triangle vertueux »<sup>18</sup> à l'intérieur duquel, les responsables du fonds tentent d'effectuer leur sélection.

Deux possibilités de gestion sont offertes :  
– gestion dite « exclusive » : concernant des entreprises présentant une évaluation positive pour chacun de ces trois groupes de critères, « c'est-à-dire présentant à la fois une durabilité financière, environnementale et sociale » ;

– gestion dite « intégrée » : concernant des entreprises choisies selon les critères financiers traditionnels, mais dont « l'importance dans le portefeuille est ensuite surpondérée ou sous pondérée selon leur évaluation sociale et environnementale ».

On observera la prudence des gestionnaires de ce fonds, prudence explicable partiellement par son contexte institutionnel et culturel. Au-delà de cette spécificité, on retrouve des préoccupations de *benchmarking* qui occupent tous les gestionnaires de fonds d'investissement.

Les gérants de fonds ISR n'échappent en effet pas à cette tyrannie de l'étalonnage

que connaissent leurs collègues en charge des fonds classiques. Plus exactement, ils disposent d'une latitude en termes de différentiel de performances financières, marge censée représenter le coût des contraintes résultant des critères de l'ISR. Mais ils savent tous que cette marge est faible. La plupart des épargnants SR, s'ils veulent pouvoir investir en gardant une bonne conscience, souhaitent que cette bonne disposition ne leur coûte pas trop chère.

Les gérants de fonds ISR cherchent à réduire cette marge au minimum, voire à l'inverser. « Battre l'indice de référence » apparaît souvent comme la recherche d'une performance supplémentaire – « la cerise sur le gâteau » – s'ajoutant à celles inhérentes au respect des critères de l'ISR. Au-delà de légitimes satisfactions personnelles que procurent ces résultats prouvant leur professionnalisme, les gérants d'ISR savent que de bonnes performances « classiques » sont importantes pour le développement de l'ISR, en assurant sa crédibilité tant auprès de la communauté financière que vis-à-vis des épargnants actuels ou potentiels.

– Le débat sur les performances

La question des performances comparées des fonds ISR par rapport aux fonds classiques n'a pas, à ce jour, reçu de réponse définitive, malgré les diverses études qui lui ont été consacrées<sup>19</sup>.

D'un côté, des gérants de fonds ISR, comme ceux d'ETHOS, peuvent arguer d'avoir souvent battu les indices de référé-

18. Les auteurs anglo-saxons parlent de « *triple bottom line* » pour exprimer cette recherche d'efficacité à la fois économique (exprimée par le « résultat financier » apparaissant traditionnellement à « la ligne du bas » – *bottom line* – d'un compte de résultats), mais également environnementale et sociale.

19. Par exemple Griffin et Mahon (1997); Logsdon *et al.* (2000), Loiselet (2000), Dupré et Girerd-Pottin (2001).

rence. Plus généralement, les grands indices représentatifs des fonds ISR<sup>20</sup> « surperforment » régulièrement les indices représentatifs des fonds classiques.

L'interprétation de cette supériorité de la gestion SR par rapport à la gestion classique peut être recherchée, soit dans le savoir-faire des gestionnaires des fonds ISR, soit au niveau des entreprises entrant dans la composition de ces fonds, entreprises qui tirent justement de leur comportement SR un facteur améliorant, sur le long terme, leur performance globale. Ce facteur caché – appelé *alpha* par les prophètes de l'ISR – est congruent avec une approche théorique de la firme dépassant les approches néo-classiques traditionnelles et leurs formes contemporaines (théorie de l'agence, conventions) pour intégrer les éléments, souvent négligés, que constituent les attentes collectives, la culture organisationnelle, la réputation et la confiance... comme facteurs-clés des capacités d'innovation et de compétitivité à long terme des collectifs concernés<sup>21</sup>.

D'un autre côté, il paraît logique de considérer que la gestion ISR, ajoutant des contraintes supplémentaires, soit en amont au niveau des gestionnaires de fonds, soit

en aval au niveau des firmes elles-mêmes, soit moins performante, au sens financier du terme, qu'une gestion exempte des dites contraintes. Les études menées ne confirment que partiellement cette hypothèse : si la rentabilité moyenne – fonds ISR versus fonds classiques – est dans l'ensemble comparable, la volatilité des fonds ISR est cependant plus grande, montrant ainsi que « *le screening a un coût* »<sup>22</sup>.

Il reste que cette question des performances comparées des fonds ISR versus fonds classiques et, à travers elles, du management stratégique des firmes concernées, se trouve au cœur de la problématique de l'insertion de l'ISR comme acteur majeur du capitalisme contemporain et gouverne à terme sa réussite ou son échec.

– Comment sont choisis et appliqués les indicateurs représentatifs de l'ISR ?

Dans la plupart des cas observés, cette tâche technique est externalisée vers une agence spécialisée dans l'ISR ou à un département ISR d'une agence de *rating* classique. Ainsi les responsables du fonds ETHOS s'appuient sur l'expertise d'une banque traditionnelle, spécialisée en gestion de patrimoine<sup>23</sup>. En France,

20. Trois grands indices ISR dominent ce segment du marché :

– Domini 400 Social Index (DSI), le plus ancien, fondé en 1990 par Anna Domini (cabinet KLD); centré sur les grandes firmes nord-américaines;

– DJSSGI (*Dow Jones Sustainability Group Index*) édité depuis 2000 par la société Dow Jones en partenariat avec SAM (*Sustainable Asset Management*) plus international;

– FTSE4 Good Global Index, créé en 2001 avec le concours d'EIRIS (*Ethical Investment Research Service*) et de l'UNICEF; également plus international que le Domini.

21. Ces approches alternatives par rapport au modèle néo-classique de la firme sont elles-mêmes diverses (voire hétérogènes), allant des courants néoschumpetériens en termes de *dynamic capabilities* (Teece, 1997), aux approches sociologiques considérant l'entreprise comme une institution de la société (Sainsaulieu, 1987); certains travaux en tentent une synthèse, soit au niveau des grandes firmes (Michaud et Thoening, 2001), soit au niveau des entreprises familiales (Mignon, 2001).

22. M. Olivier (2002), et voir aussi Dupré et Gired-Pottin (2001). Comparée sur 10 ans (1991-2000), la rentabilité du DSEF (*Domini Social Equity Fund*) est très comparable à celle du SP 500 (coefficient 15,6 contre 16) et sa volatilité légèrement supérieure (coefficient de 17,5 contre 15,5).

23. Banque Lombard Odier et C<sup>ie</sup> qui a récemment fusionné avec une autre banque familiale pour créer le second groupe suisse de gestion d'actifs.

l'agence Arese, malgré sa création récente<sup>24</sup>, est devenue l'agence spécialisée faisant référence en évaluation SR. En Europe, plusieurs initiatives comparables sont apparues, notamment aux Pays-Bas et en Grande-Bretagne; d'autres sont en préparation<sup>25</sup>.

À l'instar de toute activité en émergence, l'expertise en ISR devrait progressivement sortir du stade de l'expérimentation et de la « production artisanale » pour approfondir ses méthodes, se structurer et mieux s'insérer dans les modes de production de l'information sur les entreprises.

---

#### des notations environnementale et sociale

---

L'objectif recherché par les fonds ISR, en faisant effectuer leurs notations environnementale et sociale par des agences spécialisées, n'est pas seulement de s'appuyer sur l'expertise de ces dernières pour effectuer leurs propres choix de gestion de portefeuilles, mais au moins autant de pouvoir communiquer sur ces notations, tant auprès des dirigeants des entreprises concernées que de l'opinion publique.

La démarche de constitution et de sélection d'un portefeuille SR ne peut, par-là, être dissociée du comportement actionnarial du

fonds ISR vis-à-vis des entreprises concernées; l'une et l'autre démarche s'inscrivant dans ce que l'on peut appeler une « pédagogie du SR ».

#### b) *Les comportements de corporate governance : l'activisme actionnarial au service du SR*

L'idée centrale qui sous-tend les diverses considérations à ce niveau est la suivante : un actionnaire SR ne se contente pas de composer son portefeuille et d'en faire évoluer la structure sur la base de critères SR – ou mixtes –, il doit aller plus loin et par son comportement d'actionnaire modifier – ou tenter d'infléchir – les choix stratégiques des firmes concernées dans une orientation plus conforme aux critères du SR. Nous sommes là dans un contexte classique de *corporate governance*, abondamment étudié tant par la communauté académique que par les différents acteurs financiers et autorités de régulation<sup>26</sup>.

Les actionnaires SR – parfois directement mais plus généralement à travers les mandats donnés aux gestionnaires des fonds ISR – utilisent toute la panoplie des actions relevant de la *corporate governance*, avec la particularité que cet « activisme actionnarial » est déployé au service des finalités de l'ISR.

<sup>24</sup> Arese a été créée en France en 1997, à l'initiative de Geneviève Féron, avec le concours de la Caisse des dépôts. Elle a tenté de s'imposer comme agence de référence, notamment en publiant un indice de notation SR, l'ASPI (*Arese Sustainable Performance Index*) et en coopérant avec une dizaine d'autres agences comparables en Europe, au sein du Diri Group (*Sustainable Investment Research International Group*). (Voir présentation au séminaire GEP2D de janvier 1999). En juin 2002, Arese et sa présidente ont dû s'effacer au profit du nouveau projet de Nicole Notat (voir note *infra*).

<sup>25</sup> La plus spectaculaire devrait être celle, annoncée par Nicole Notat, à l'issue de la fin de ses dix années de mandat à la CFDT, de créer une Agence européenne de notation sociale et environnementale avec le concours de la CFDT et d'Eulia (filiale de la CDC et de la CNCE). On remarquera le rôle actif de la Caisse des dépôts dans ce domaine de l'ISR. Ce groupe financier parapublic a été récemment amené à rapprocher le cabinet Arese de la nouvelle structure en cours de constitution (juin 2002).

<sup>26</sup> Voir notamment Charreaux (1997, 2001); Hawley et Williams (2000), Gomez (2001), Pesqueux (2000), Peyrelelade (1999), Shleifer et Vishny (1997), Williamson (1999), les numéros spéciaux de la *Revue d'économie financière* (1994, 2001), de la *Revue française de gestion* (1999).

Ainsi, les gestionnaires du fonds ETHOS s'imposent un « exercice socialement responsable des droits de vote », démarche impliquant (Bidermann, 2000, 2001) :

- « une analyse de l'ordre du jour des AG d'actionnaires », analyse effectuée par rapport aux « codes de bonne pratique » existant tant en matière de *corporate governance* que de développement durable ;
- « la formulation de positions de vote », prises de positions guidées par « la volonté d'augmenter, à long terme, la valeur de l'entreprise aussi bien pour les actionnaires que pour l'ensemble des parties prenantes » (*ib.*).

#### une démarche pédagogique

On retrouve la même attitude prudente notée précédemment, ce syncrétisme recherchant à concilier les exigences classiques de valorisation financière et celles liées aux critères de SR. Nous ne sommes pas loin de l'*Enlightened Value Maximization* prônée par Jensen (2001).

Dans les faits, cet activisme actionnarial se concrétise par des actions ponctuelles :

- des demandes d'informations complémentaires adressées aux dirigeants de la société ;
- voter contre ou s'abstenir sur certaines résolutions proposées par les dirigeants ;
- la présentation de résolutions nouvelles ou alternatives aux précédentes.

Ces actions ne sont pas toujours couronnées de succès, mais leur impact est certain. Tout d'abord, parce qu'elles sont accompagnées, systématiquement, d'un effort de communication tant envers des dirigeants de l'entreprise que des autres actionnaires et des principaux partenaires. Ensuite, parce que cette communication, relayée souvent par les médias, peut altérer « l'image *corporate* » de

l'entreprise concernée, voire amener d'autres actionnaires, parfois plus importants que le fonds ISR, à relayer l'initiative de ce dernier et à l'amplifier. Ceci peut inciter la direction de l'entreprise à revoir ses positions.

Cette démarche d'activisme actionnarial s'inscrit ainsi dans une « pédagogie du SR » utilisant les voies et moyens du *corporate governance* pour faire passer les motivations et les attitudes du niveau de l'actionnaire à celui des dirigeants et à les transcrire en actes concrets.

Ainsi, les deux démarches caractéristiques de l'actionnariat SR s'inscrivent l'une et l'autre dans cette « pédagogie du SR » qui nous paraît, *in fine*, constituer la marque distinctive de ce type d'actionnariat. L'actionnaire SR, même s'il a beaucoup évolué par rapport à ses origines éthiques et religieuses, reste empreint d'une volonté de « transformation du monde » qui resterait virtuelle s'il se contentait, selon l'expression consacrée, de « voter avec ses pieds ». Il lui faut donc, pour réaliser ses vœux, toucher les dirigeants et contribuer à modifier leurs comportements dans un sens plus conforme aux critères de l'ISR. À cet égard, les deux démarches, de la sélection de portefeuilles sur critères SR d'une part, de l'activisme actionnarial d'autre part, ainsi qu'une communication active autour de ces démarches, se complètent et contribuent à faire de l'ISR un élément actif dans les processus de régulation du capitalisme contemporain.

### III. – LA PORTÉE DES ISR : ÉPARGNE SR ET RÉGULATION DU CAPITALISME

Dans le cadre de cette présentation générale, on se contentera de quelques observations

(voir aussi Pérez, 2000; Pérez *et al.* 2002; Brabet 2002; Capron et Quairel, 2002).

1. L'apparition d'une épargne SR amorce, nous semble-t-il, un mouvement de fond. À l'instar des prises de conscience qui ont mobilisé, dans un premier temps les salariés, puis les consommateurs, enfin les défenseurs de l'environnement, ce mouvement exprime l'imbrication croissante entre la sphère de l'économie, notamment de l'entreprise, et la sphère sociale prise au sens large – sociétal – du terme.

Dit en d'autres termes, c'est la fin de l'illusion, entretenue par les écoles de pensée dominantes en économie et en management, que ces terrains d'analyse – l'économie en général et plus particulièrement le marché, l'entreprise – obéissent à des lois propres, déconnectées des conditions historiques, sociologiques et politiques qui les conditionnent et, pour une part, les « produisent ».

2. Le cadre d'analyse qui nous paraît approprié pour étudier l'ISR et le situer dans l'évolution d'ensemble du capitalisme contemporain, a été largement développé tant par des économistes (Schumpeter, Perroux, Heilbroner, etc.), des historiens (Braudel, Wallerstein, etc.), des sociologues (Weber, Granovetter, Touraine, etc.); apports repris, parfois d'une manière synchrétique, par l'école dite de la régulation (Aglietta, Boyer, etc.).

3. Pour employer le langage de l'école de la régulation (Aglietta, 1997), on peut conjuguer le développement de formes intermédiées de l'épargne avec la crise du compromis fordiste aux États-Unis, au cours des années 1970. Cette crise, venant après plusieurs décennies de prospérité relative d'un capitalisme fondé sur le développement d'une classe moyenne de sala-

riés-consommateurs, a pu mettre en péril le maintien d'une rémunération d'une épargne salariale, elle-même garante des retraites des salariés concernés. Il s'en est suivi une vigilance accrue des gestionnaires de ces fonds (par exemple, CALPERS) à l'origine des principes fondateurs de la *corporate governance*.

4. Ces principes, qui avaient été instaurés dans une optique de défense des intérêts d'actionnaires institutionnels dont l'importance les amenait à rester présents dans le capital des entreprises et donc à être vigilants envers leurs managers, ont été ensuite systématisés – on serait tenté de dire « dévoyés » – par les zéloteurs de la « *shareholder value* » (Rappoport, 1986) qui y ont vu le moyen de déplacer le partage de la valeur ajoutée – au sens français du terme – au profit du profit.

5. Cette période – à peu près les deux dernières décennies du 20<sup>e</sup> siècle – a ainsi vu la floraison d'indicateurs autour de la création de valeur actionnariale : EVA, MVA, etc., la définition d'objectifs très ambitieux en termes de rentabilité (le fameux 15 % de *return on equity*), le passage d'une périodicité de résultats de l'année, au semestre, puis au trimestre, avec une sensibilité de plus en plus grande des marchés à ces « avertissements sur les prochains résultats » (*profit warning*) attendus avec fièvre par les analystes et les opérateurs.

6. La suite est connue de tous : l'éclatement de la bulle spéculative au printemps 2000 dont les valeurs TMT ne finissent pas de payer les excès, les affaires ERON, TYCO, Worldcom, etc. dont on peut aisément montrer qu'elles sont générées directement par cette course folle à une rentabilité apparente devant sans cesse augmenter et un court-

termisme insensé, conditions l'une et l'autre nécessaires à une augmentation continue des cours boursiers<sup>27</sup>.

7. Les réactions à cette situation sont encore trop récentes pour être analysées, la crise des marchés financiers n'ayant pas fini de produire ses effets. On observe cependant, tant au niveau d'acteurs directs que des autorités de régulation, la volonté d'assainir une situation où trop souvent les règles du jeu économique faisaient l'objet de transgressions ou de manipulations. Les fonds d'investissement, notamment les plus importants d'entre eux – ces « *universal owners* » comme les appelle Hawley (2000) – ont, à cet égard, un rôle majeur à jouer et certains ont commencé à s'exprimer, comme CalPERS appelant à de nouvelles règles de *corporate governance*<sup>28</sup>.

8. Les fonds ISR ne peuvent que jouer un rôle actif dans cet aggiornamento nécessaire des marchés financiers et des relations

que les différents acteurs intervenant sur ces marchés (fonds de placement, banques, entreprises, analystes financiers, agences de rating, auditeurs comptables et organismes de certifications, autorités de régulation, etc.) ont entre eux et avec le reste de la société civile.

9. En effet, c'est bien d'une crise de type « sociétal » et pas seulement « technique » que le capitalisme affronte en ce début de siècle. On ne peut actuellement en prédire la « sortie de crise », l'expérience montrant que l'histoire bégaie parfois mais ne se reproduit pas à l'identique. Si la crise actuelle s'approfondit, tous les actionnaires souffriront, même les fonds ISR. Si, en revanche, elle se dénoue positivement – le capitalisme ayant montré depuis des siècles sa plasticité – gageons que les fonds ISR et, à travers eux les actionnaires SR, auront apporté une contribution significative.

27. On peut regretter, mais ce n'est pas ici l'objet, l'insuffisante attitude critique de la communauté académique sur ces dérives, alors que l'on entend a posteriori qu'il était évident qu'une exigence comme un ROE à 15 % n'était pas congruente avec des taux de croissance des économies situés le plus souvent entre 2 et 4 %. De même, la critique du court-termisme, actuellement unanimement dénoncé, a été trop longtemps occultée.

28. Demandant notamment la mise en index des « *profit warning* » trimestriels, pour diminuer les effets du court-termisme, ainsi qu'une séparation plus rigoureuse entre les activités concourant à l'évaluation des titres des sociétés et celles qui pourraient entraîner un conflit d'intérêts avec les précédentes (conseil, ingénierie financière, etc.).

## BIBLIOGRAPHIE

- Aglietta M., *Régulation et crises du capitalisme* (notamment la postface de 1997), Paris, Éd. O. Jacob, 1976, 1997.
- Albert M., *Capitalisme contre capitalisme*, Paris, Éd. du Seuil, 1991 ;
- Albouy M., (coord.), « création de valeur : au-delà de la mode », dossier *Revue française de gestion*, janvier, n° 122, 1999, p. 77-134.
- Balligand J.-P. et de Foucault J.-B., *L'épargne salariale au cœur du contrat social*, (rapport au Premier Ministre), Paris, La Documentation française, 2000.
- Baudru D. et F. Morin, « Gestion institutionnelle du risque et crise financière – Une gestion spéculative du risque », *Rapport au Conseil d'analyse économique*, Paris, 1999.
- Beer M. et Nohria N. (éd.), *Breaking the Code of Change*, Boston, Harvard B. S. Pr. 2000.
- Bidermann D., « Investissement socialement responsable et gouvernement d'entreprise », *séminaire GEP2D*, Université Paris-Dauphine, septembre 2000 et Université européenne d'été, Montpellier, septembre 2001.
- Brabet J., « investisseurs institutionnels, entreprises globalisées et nouvelles formes de gestion du travail : l'expérience américaine », R. Pérez et F. Palpacuer, 2002, p. 31-127.
- Braudel F., *La dynamique du capitalisme*, Paris, Flammarion, 1985.
- Caby G. et al., « Stratégie et finance : le processus de création de valeur », *Revue française de gestion*, n° 108, mars 1996, p. 49-56.
- Capron M. et Quairel F., *Les dynamiques relationnelles entre les firmes et les parties prenantes*, rapport pour le Commissariat général du Plan, Paris, 2001.
- Charreaux G., *Le gouvernement des entreprises*, Paris, Economica (éd.), 1997.
- Charreaux G. et Desbrières Ph., « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance-Contrôle-Stratégie*, vol. I, n° 2, juin, 1998, p. 57-88.
- Charreaux G., « Le gouvernement des entreprises », *Encyclopédie des ressources humaines* Paris, 2002.
- Dupré D. et Girerd-Pottin I., « La finance épouse l'éthique : le mariage du siècle », *Banque Magazine*, n° 624, avril 2001.
- Freeman R.E., *Strategic Management: a stakeholder approach*, Marshall, MA, Pitman, 1984.
- Global Reporting Initiative (GRI), programme des Nations unies pour l'environnement (PNUE), Genève.
- Gomez P.-Y., *La république des actionnaires*, Paris, Syros, 2001.
- Griffin J. J et Mahon J.-F., « The corporate social performance and corporate financial performance debate: 25 years of incomparable research », *Business et Society*, vol. 36, n° 1, 1997, p. 5-31.
- Hawley J.-P. et Williams A.T., *The Rise of Fiduciary Capitalism*, Philadelphia, Université de Pennsylvanie, 2000.
- Hawley J.-P. et Williams A.T., « Can Universal Owners Be Socially Responsible Investors ? », Conférence Université européenne d'été, Montpellier, septembre, 2001.

- Heilbroner R.L., *The Nature and logic of Capitalism*, Norton and C<sup>ie</sup>, traduction française, Paris, Economica, 1986.
- Jensen M.C., « Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function », *Business Ethics Quarterly*, vol. 12, n° 1, janvier 2001.
- Jensen M.C., Meckling W.H., « Specific and General Knowledge, and Organizational Structure », in L. Werin et H. Wijkander (ed.), *Contract Economics*, p. 251-274, Oxford, Basil Blackwell, 1992.
- Kaplan R. S et Norton D.P., *The balanced Scorecard*, Boston, Harvard Un. Pr, 1996 (Traduction française : *Le tableau de bord prospectif*, Paris, Les Éd. d'Organisation, 1998).
- Livre vert, « promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises », Commission de l'UE, Bruxelles, juillet 2001.
- Logsdon J.-M. et al., *Research in Stakeholder Theory*, The Clarkson Centre for Business Ethics, Un. of Toronto, 2000.
- Loi sur les Nouvelles réglementations économiques (NRE), *Journal officiel*, Paris, 2001.
- Loi sur l'épargne salariale, *Journal officiel*, Paris, 2001.
- Loiselet E., « L'investissement socialement responsable : méthodes et enjeux », *L'Économie politique*, n° 7, 3<sup>e</sup> trim. (reproduit dans *Problèmes Économiques*, n° 2745), 2000.
- Michaud C. et Thoening J.-C., *Stratégie et sociologie de l'entreprise*, Paris, Village mondial, 2001.
- Mignon S., *Stratégie de pérennité d'entreprise*, Paris, Vuibert, 2001.
- Morin F., « Privatisation et évolution des pouvoirs : le modèle français de corporate gouvernance », *Revue économique*, n° 47, 1996.
- Olivier M., « l'investissement socialement responsable : l'exemple de la Caisse des dépôts », Conférence-débat *Société des actuaires de France*, Paris, 10 juin 2002.
- Pastré O. (coord.), « Corporate governance – le gouvernement d'entreprise », numéro spécial, *Revue d'Économie Financière*, n° 31, hiver, 1994.
- Pastré O. et Charreaux G. (coord.), « Le gouvernement d'entreprise », *Revue d'économie financière*, n° 63, n° 3, 2001.
- Pecqueux Y., *Le gouvernement d'entreprise comme idéologie*, Paris, Ellipse, 2000.
- Pérez R., « Épargne et citoyenneté », in M. Martin et R. Teller (coord.), *La décision managériale (mélanges en l'honneur de J. Lebraty)*, Nice, IAE, 2000.
- Pérez R., Palpacuer F. et Tozanli S., « Mutation du mode de gouvernance, dynamique de compétitivité et stratégies de groupes : l'exemple de Danone », *XV<sup>e</sup> jour. nat. des IAE*, Bayonne, septembre (sur CD-Rom), 2000.
- Pérez R. et Palpacuer F. (coord.), « Mutation du mode de gouvernance, dynamique de compétitivité et stratégies des groupes : le cas des multinationales alimentaires en Europe », Rapport pour le Commissariat général du Plan, Montpellier, février 2002.
- Peyrelevade J., *Le gouvernement d'entreprise ou les fondements incertains d'un nouveau pouvoir*, Paris, Economica, 1999.
- Ponsard J.-P. et Plihon D. (coord.), *Les investissements des fonds étrangers dans les entreprises françaises*, Rapport pour le ministère de l'Industrie, 2001.

- Rappoport A., *Creating Shareholder Value: the new standart for Business Performance*, NY, the Free Press, 1987.
- Sainsaulieu R., *Sociologie de l'organisation et de l'entreprise*, Paris, Dalloz, 1987.
- Saincy B. et Chanu P-Y., « La responsabilité sociale de l'entreprise : du politiquement correct à l'évaluation démocratique », *Les Échos*, 4 avril 2002.
- Schopenhauer, *Le monde comme volonté et comme représentation*, (traduction française, PUF), 1818.
- Scitovsky T., « Two concepts of external economics », *The Journal of Political Economy*, p. 153-155, avril 1954.
- Sicard J-P., « Fonds éthiques, investissement socialement responsable : nouveaux enjeux, nouvelles perspectives », *La lettre économique de la CDC*, n° 133, octobre 2001.
- Shleifer A et R.W. Vishny, « A survey of Corporate governance », *Journal of Finance*, vol. 52, 1997, p. 737-783.
- Sternberg E., « Stakeholder Theory Exposed », *The Corporate governance Quaterly*, vol. 2, n° 1, 1996, p. 4-18.
- Teece D. et al., « Dynamic capabilities and strategic management », *Strategic Management Journal*, vol. 18, n° 7, 1997, p. 509-533.
- Wallerstein I., *Le capitalisme historique*, Paris, La Découverte, 1974.
- Williamson O.E., « Strategy research: governance and competence perspective », *Strategic Management Journal*, vol. 20, 1999, p. 1087-1108.