

# L'ISR à la croisée des chemins : pour une performance responsable

**Performance extra-financière de l'entreprise, investissement socialement responsable (ISR) : derrière les discours, les formules et les acronymes, il y a la réalité d'une analyse qui se développe et s'efforce de favoriser la transparence sur le caractère durable et responsable de la performance d'entreprise.**

par Stéphane VOISIN et Valéry LUCAS-LECLAIN (1)

L'émergence de la mesure d'une performance extra-financière des entreprises est si étroitement liée au développement de l'Investissement Socialement Responsable, notamment en Europe, que la plupart de ses protagonistes peinent, lorsqu'on les interroge, à trancher sur la question de savoir laquelle de ces deux démarches aurait précédé l'autre. Aujourd'hui, les enjeux de la performance extra-financière semblent dépasser largement le cadre de l'ISR, encore qu'il convienne, avant d'affirmer cela, de s'accorder sur la définition de celui-ci... et du niveau de transparence qu'exige une telle approche. Une première étape, cependant, consiste à se poser la question de la matière première disponible pour l'analyse et l'investissement : le reporting extra-financier des entreprises.

## Au commencement était le Verbe...

Dans leurs efforts pour rendre compte de leurs enjeux et impacts ESG (Environnement, Social, Gouvernance), une difficulté majeure rencontrée par les entreprises est celle de devoir s'adresser potentiellement à une multitude de parties prenantes internes (comme les salariés) ou externes (comme les clients)...

Le pragmatisme conduit les entreprises à hiérarchiser l'importance et l'influence (positive, comme négative) des parties prenantes. A titre d'exemples :

- ✓ Les secteurs à fort impact environnemental (industries extractives, acier, ciment, production d'énergie) intègrent les organisations non gouvernementales (ONG) environnementales ;
- ✓ Les secteurs à enjeux de « licence to operate » s'adressent à l'opinion publique et au citoyen (secteur nucléaire civil, par exemple) ;
- ✓ Les activités « Business to Consumer » intègrent nécessairement les associations de consommateurs ;
- ✓ Les activités à forts enjeux sociaux (nettoyage industriel, distribution, sous-traitance industrielle) s'adressent aux collaborateurs et aux représentants des salariés (syndicats, par exemple).

Toutes les entreprises cotées en bourse auront également le souci d'intégrer l'actionnaire minoritaire, détenteur de titres de propriété de l'entreprise :

## Quelles normes de reporting ?

La structuration du reporting ESG, récente, remonte au début des années 1990. Elle relève d'abord d'initiatives des entreprises, qui s'appuient également sur des initiatives sectorielles (secteur de la chimie, par exemple, dès les années 1990), mais aussi sur des initiatives globales, comme la « Global Reporting Initiative » (GRI) et les démarches issues du monde de la qualité (ISO – SD 21000), et locales (AA 1000, une initiative britannique dans un premier temps, les lettres 'AA', dans son acronyme, signifiant AccountAbility).

Les entreprises doivent également prendre en compte les premières régulations en matière de reporting ESG. Ainsi, depuis 2002, les entreprises cotées en bourse en France doivent rendre compte de leurs impacts sociaux et environnementaux en s'appuyant sur la loi NRE (Nouvelles Régulations Economiques). Cinq ans après, le bilan symbolique et politique de cette loi est positif. Le caractère « inventaire à la Prévert (\*) » (Voisin 2002) de cette loi, parfois peu pertinente pour de nombreux secteurs économiques, doit toutefois tempérer l'enthousiasme pour cette régulation.

Dans tous les cas, il ne convient pas d'opposer régulation et marché, en matière de reporting ESG, mais bien de souligner que ces deux types d'initiatives sont indispensables pour progresser. Enfin, il apparaît clair que l'avenir, en matière de reporting social et environnemental, passe nécessairement par une prise en compte des spécificités sectorielles, même si un tronc commun à l'ensemble des entreprises peut être envisagé (critère de la formation, par exemple, en matière de ressources humaines).

*Le reporting s'améliore-t-il ?*

Même si le désert total de la fin des années 90 s'agrémentait, aujourd'hui, de quelques oasis, les choses sont loin d'être gagnées. Car, si les entreprises communiquent davantage, en communiquent-elles mieux pour autant ? Première remarque : certains sujets sont beaucoup mieux abordés que d'autres. La pression croissante des actionnaires (rapport Cadbury de 1992 au Royaume-Uni, Affaires Enron, Parmalat et Vivendi, dix ans après) a accéléré l'accès aux informations en matière de gouvernement d'entreprise. Depuis le début des années 2000, les attentes croissantes en matière environnementale (changement climatique notamment) conduisent à des progrès significatifs en matière de reporting environnemental. Par contre, les questions sociales (comme les ressources humaines) demeurent les moins abordées, aujourd'hui. Enfin, les entreprises doivent se préoccuper de rendre compte de leurs impacts passés, mais également communiquer sur leurs objectifs à court, moyen et long terme, ainsi que sur la tenue de ces objectifs.

### Que fait-on des données ? Une question de définition...

On ne peut faire un usage pertinent de la matière extra-financière si on ne se pose pas la question de sa destination. Du point de vue de l'investissement socialement responsable (ISR), cela revient à poser le problème de sa définition. C'est, là, un exercice plus difficile qu'il n'y paraît : il n'y a pas, en effet, de définition officielle, ni (encore moins) universelle de l'ISR. L'approche récente (2007), emmenée par la pensée dominante anglo-saxonne, sous le porte-drapeau des Principes des Nations Unies pour l'Investissement Responsable, consiste davantage en une intention se voulant volontairement large et non prescriptive qu'en une définition. Cette approche insiste d'ailleurs, avant tout, sur la nécessaire prise en compte de facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) (2). Il est d'ailleurs également emblématique d'une certaine conception de l'ISR qu'elle mette l'accent d'abord sur l'influence de ces facteurs ESG sur une future performance financière de l'investissement, avant, dans un deuxième temps, d'admettre que leur meilleure prise en compte puisse contribuer à aligner les intérêts des investisseurs sur ceux de la société en général. Cette première définition est surprenante, à plus d'un titre !

#### *Les PRI : une déclaration d'intentions, plus qu'une définition*

Première surprise : il a fallu attendre 2006, pour voir un organisme international tenter une première définition officielle du sujet. L'ISR, dont on fait remonter la naissance aux années 20, aux Etats-Unis, est pourtant bien antérieur à l'invention du développement durable (rapport Brundtland, 1987), mais il

s'est développé de manière pragmatique et non structurée, en s'appuyant d'abord sur des critères d'exclusion, puis sur des critères de sélection positive, avant de s'inscrire dans une logique de développement durable. L'étape nouvelle qu'on voudrait à présent lui faire franchir est celle de l'exigence d'une certaine rentabilité financière. Notons qu'il n'y a même pas de consensus sur la liste des critères de responsabilité sociale à partir desquels une définition *in extenso* et *a minima* serait possible (voir ci-dessous). L'ampleur des divergences entre les différents tenants de l'ISR est telle que l'on peut préférer s'en tenir, à l'instar des Nations unies, à une approche compréhensive.

#### *Aucune référence*

L'absence de contenu positif des PRI, à savoir de référence à une (ou à des) normes explicites, ne laisse pas d'étonner. La comparaison avec les normes ISO (série 9000 pour la qualité, 14000 pour l'environnement, SA 8000 pour le contrôle éthique des fournisseurs, OHSAS 18000 pour la sécurité et la santé, en attendant la future série 26000 pour le développement durable) devrait conduire, pour certains auteurs, à l'établissement d'une norme d'investissement responsable claire, reconnue, universellement acceptée et utilisable. Rien n'est moins sûr. D'abord parce qu'encore une fois, l'ISR est né et s'est (bien) développé sans normes, ensuite parce que les différences de cultures et de finalités dans la prise en compte des facteurs ESG sont importantes et délicates à surmonter, enfin – surtout – parce que les investisseurs sont comme maîtres et seuls possesseurs de leurs actifs. La première responsabilité de l'ISR relève d'abord de la liberté de l'investisseur. Certes, on pourrait imaginer un organisme extérieur disant le droit et labellisant – ISR ou non – les fonds se revendiquant de l'ISR, mais ce chemin n'a pas été exploré jusqu'à présent. Il y a d'ailleurs fort à parier que les investisseurs resteraient jaloux de leur indépendance et refuseraient de se plier à une contrainte externe... sauf à estimer qu'ils puissent retirer un plus grand bénéfice d'une labellisation extérieure officielle fortement reconnue que de l'affirmation de leur choix propre.

### Le périmètre de la responsabilité sociale d'entreprise (RSE)

« Une entreprise a un comportement socialement responsable lorsqu'elle va au-delà de ses obligations contractuelles et légales, en décidant unilatéralement de bien traiter ses employés, en refusant d'investir dans des pays ne respectant pas les droits de l'homme ou faisant travailler des enfants, en respectant l'environnement, ou plus généralement en acceptant le coût d'un comportement jugé plus éthique » (3). Cette définition de la responsabilité sociale est effectivement la

plus communément acceptée, sachant que le terme « social » recouvre l'ensemble des effets des actions de l'entreprise sur la marche de la société. La responsabilité sociale de l'entreprise, au sens de la RSE, ne peut s'entendre que dans le cas où l'entreprise a une marge de manœuvre au-delà de ses obligations légales, voire contractuelles. En d'autres termes, les obligations légales constituent le socle à partir duquel peut se concevoir une politique de RSE, mais les deux ne se confondent pas. Cela ouvre un débat structurant entre les tenants d'un renforcement permanent de la loi (souvent, les ONG et certains acteurs de la société civile) et les partisans d'un espace autorégulé, favo-

ou désintéressée – de l'intérêt de ses parties prenantes (employés, clients, fournisseurs, collectivités, Etats, populations locales, générations futures, voire concurrents !), au-delà des obligations légales, constitue donc la responsabilité sociale d'entreprise, au sens moderne du terme. (5) En corollaire, disparaît cependant l'illusion manichéenne de responsabilité (ou d'irresponsabilité) totale d'une entreprise, au profit d'un exercice graduel, et toujours parcellaire, de sa responsabilité, suivant les parties prenantes, les circonstances, les choix des dirigeants.

### Quels critères retenir ?



© Marta Nascimento/REA

*Une analyse pertinente de la responsabilité sociale des entreprises offre un réel avantage compétitif pour aborder des risques de plus en plus dominants.*

nable au développement des « bonnes pratiques », aux choix industriels et technologiques et à la différenciation des stratégies entre entreprises. Cet espace au-delà de la 'compliance' est, précisément, celui de la RSE. C'est un espace de liberté pour l'entreprise et de dialogue – critique ! – avec les parties prenantes, un espace dans lequel, compte tenu de son pouvoir asymétrique (4), celle-ci cherche à « répondre » également de l'intérêt de ses parties prenantes, autrement dit à écouter et, si possible, à aligner ses intérêts d'entreprise avec ceux des parties concernées, travaillant, en ce sens, à une forme de bien commun, « social ». Cette prise en compte – partielle ou totale, intéressée

Comme toute démarche de gestion, l'investissement socialement responsable se caractérise par un choix de critères, qu'il s'agisse de critères d'exclusion (présence dans l'armement, flottant trop faible), de sélection et/ou d'engagement. Les critères retenus traduisent la conception qu'ont de l'ISR ceux qui les ont formalisés et ceux qui les appliquent. Ils nous ramènent, en cela, à la question préalable de la définition de la liberté de l'investisseur. Paradoxalement, il ne va pas de soi que la nature de ces critères ait pour dénominateur commun, dans l'ensemble infiniment grand des critères extra-financiers, la notion de responsabilité sociale des entreprises. L'approche PRI mention-

née est révélatrice qui affiche, comme objectif, « d'aider les investisseurs à intégrer des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans leur processus de décision et dans leur rôle d'investisseur actif, afin d'améliorer la performance à long terme des fonds ». La seule responsabilité qui transparaisse des PRI est d'ordre fiduciaire. Ce n'est bien évidemment pas l'idée que s'en fait le Comité Intersyndical de l'Épargne salariale, qui labellise, en France, les fonds ISR. Historiquement, la relation entre facteurs ESG et performance financière n'était ni revendiquée, ni exigée. Il est intéressant de constater que si Innovest a opéré l'infléchissement des PRI en se définissant, désormais, comme une agence de notation extra-financière, Vigeo, en revanche, persiste à se définir comme une agence de notation de la responsabilité sociale des entreprises. Quoi qu'il en soit, c'est bien la mesure des écarts qui a permis de donner du sens au concept de responsabilité sociale.

Il serait pourtant incongru, en matière d'ISR, que la sélection d'un fonds soit basée sur des critères ESG, tels que les entreprises implantées à la campagne plutôt qu'en ville (E), celles favorisant les relations matrimoniales entre les salariés (S) ou encore celles tirant à la courte paille une rotation annuelle du directeur général parmi les membres du comité exécutif (G) !...

Des critères ESG financièrement plus pertinents sont-ils, par défaut, des critères éligibles à une approche ISR ? La raréfaction d'une ressource naturelle, matière première vitale d'une entreprise, du fait d'un tiers (E), la présence d'une autre entreprise, dans un bassin d'emploi sinistré (S), ou encore la minorité de blocage d'un actionnaire néfaste au développement d'une dernière entreprise (G) sont autant de risques extra-financiers pertinents pour l'investisseur, alors que la responsabilité sociale de ces entreprises, en l'occurrence, n'est pas en jeu (ne leur est pas imputable) et ne les disqualifie donc pas, à priori, d'une gestion ISR.

### Responsabilité de l'entreprise ou responsabilité de l'investisseur ?

A y regarder de plus près, les Principes PRI des Nations-Unies ignorent un autre élément, fondamental, du débat sur la définition de l'ISR : la primauté des choix de l'investisseur. De plus, il apparaît, rapidement, que l'investisseur doit faire face, dans la construction de son investissement, à des contraintes incompatibles avec la rareté – ou la distribution statistique – des entreprises d'un certain niveau de responsabilité, par secteur, par pays ou par taille, par exemple (6). Il peut aussi advenir que l'investisseur donne la priorité à un thème ou à un critère particulier, comme le choix d'entreprises spécialisées dans la production d'énergies renouvelables (fonds « vert ») ou d'entreprises à niveau de gouvernance élevée. Dans ce cas, la responsabilité est « découpée »

en tranches, au gré des préférences de l'investisseur, sans pour autant que l'ensemble des éléments de RSE soit pris en compte. Il peut même arriver que l'investisseur donne sa préférence à des sociétés, jusque-là jugées très peu actives et très peu exemplaires en matière de RSE, mais qui commencent à connaître un début de changement significatif (le « momentum » RSE étant donc positif). Une autre raison, pour l'investisseur, de ne pas revendiquer le choix systématique d'entreprises pro-RSE, repose parfois, justement, sur le refus de s'impliquer dans le débat sur la définition et la critériologie de ce que doit être une entreprise socialement responsable. Enfin, fondamentalement, l'investisseur (ou son représentant) reste maître de ses choix et de ses critères, maître du processus d'investissement, et seul habilité à déterminer son profil d'investissement. D'une certaine manière, du primat de sa liberté finale découle, aussi, la responsabilité de l'investisseur vis-à-vis de la société (responsabilité sociale de l'investisseur, assumée ou non comme telle). A contrario, et même si cette tendance ne s'est guère développée (7) à ce jour, on ne peut exclure, dès lors qu'un label international à forte notoriété sur la RSE s'imposerait, qu'un certain nombre d'investisseurs choisiraient (par commodité, par économie et pour éviter de rendre des comptes) de s'en remettre à un tel label pour restreindre leur univers d'investissement (modèle dit du tiers garant).

### Quelle notion de responsabilité retenir ?

Répondre à cette question cruciale, cela nécessite une introspection, qui amène légitimement une cascade d'interrogations : comment définir la responsabilité d'une entreprise ; comment l'évaluer, la discriminer... et ce, jusqu'à la casuistique suprême en RSE : l'entreprise, « personne morale », est-elle bien apte à la responsabilité ? Ce débat n'est pas neutre et si Milton Friedman et Karl Marx ont paradoxalement donné une même réponse (sans même connaître la question), c'est bien l'acceptation ou, au contraire, la réfutation de ce dogme qui établit la distinction fondamentale entre deux postures aussi différentes que l'ISR (portée par le CIES) et l'approche ESG (exprimée à travers les PRI).

Si l'on s'en tient au dogme fondateur de la RSE : oui, l'entreprise est bien responsable socialement (ce en quoi Karl et Milton, donc, ne croyaient pas), le débat reste ouvert, quant aux critères de responsabilité à appliquer. Le point philosophique le plus intéressant de cette problématique reste celui de savoir si un seul critère discriminant peut disqualifier l'ensemble de la responsabilité sociale d'une entreprise. Sur le plan moral, c'est là une source de dilemme inépuisable, qui questionne la possible perfection de l'être, et d'un point de vue plus pragmatique, le degré d'exigence et de tolérance tant des parties prenantes que de l'investisseur. En gestion des risques, la faiblesse d'un

modèle tient, bien souvent, plus à la résistance du maillon le plus faible qu'à celle du maillon le plus fort, ou à la moyenne des résistances (8). Raisonner « en moyenne » reste éminemment critique et critiquable dans une telle perspective, mais l'exigence de perfection au pied de la lettre renvoie à un horizon lointain et inaccessible.

Une approche d'évaluation restrictive de la performance extra-financière globale des entreprises est donc possible. Celle-ci fait certainement sens, en termes de responsabilité. Elle comporte également d'autres atouts et des applications intéressantes dans l'analyse. En tenant compte des (contre) performances spécifiques, concentrées sur les enjeux de RSE identifiés comme décisifs pour le secteur d'activité dans lequel l'entreprise évolue, l'analyse extra-financière peut faire coup double. Ces enjeux ou « critères élevés (9) », en référence au procédé de philosophie analytique de Husserl, peuvent, en premier lieu, jouer le rôle de véritables indicateurs avancés de la responsabilité sociale des entreprises (en termes simples : si l'entreprise n'est pas performante sur ces critères, elle a peu de chance de l'être sur d'autres ; autrement dit : sa performance globale sur les autres critères ne pèse pas lourd, au regard de sa responsabilité, sur ces enjeux spécifiques).

Une approche *a priori* à des années lumières d'une approche ESG basée sur la matérialité financière. Une approche, pourtant qui permet de faire le lien avec la performance économique et financière.

### **La question de la convergence : La performance responsable ?**

Un raccourci de l'histoire de l'ISR consisterait à dire que nous serions passés de la maximisation de la performance financière (au sens du rendement ajusté du risque), sous contrainte de critères extra-financiers, à la maximisation des performances ESG, sous contrainte de performance financière... Chaque approche, prise à différents stades de cette évolution, est légitime ; l'essentiel étant, comme nous l'exposerons en conclusion, de faire preuve de transparence et d'afficher clairement ses objectifs de gestion.

Sans renoncer au fait que la notion de responsabilité apparaît plus consubstantielle à l'ISR que la notion de performance économique (10), il est, au minimum, légitime, sinon indispensable, d'évaluer la performance financière et de débattre des conditions possibles de cette performance. Le tout premier prix de recherche Moskowitz, en 1996, s'intitulait d'ailleurs, tout simplement : « Is There a Cost to Being Socially Responsible in Investment ? » [John B. Guerard]. Cette question hante l'ISR depuis l'origine, mais d'une manière particulière. Il y a un présupposé initial d'un « coût » de l'ISR, et plus généralement de la responsabilité sociale (de l'entreprise, ou de l'investisseur). Nous faisons également référence à une des définitions données ci-dessus de l'ISR, sui-

vant laquelle les acteurs « responsables » devront « plus généralement accepter le coût d'un comportement jugé plus éthique » (11). Autant dire que l'ISR part avec un handicap, dans sa course à la légitimité ! Avant même de discuter d'une sous-performance, ou d'une surperformance finale de l'ISR, le présupposé mérite d'être remis en question.

### *Un présupposé tenace*

L'argument précité (de Milton Friedman (12)) pour réfuter la responsabilité sociale de l'entreprise ne portait point tant sur le coût supplémentaire d'une démarche de responsabilité, mais davantage sur sa légitimité démocratique – contrairement à celle des institutions politiques – à agir en ce domaine, et à l'entorse que cela pouvait constituer, vis-à-vis du droit de l'actionnaire. L'économiste supposait, en cela, que la responsabilité sociale se réduisait à une démarche philanthropique, *de facto* contraire à l'intérêt de l'actionnaire. Un certain héritage philosophique peut expliquer ce présupposé. A la suite de Kant, notamment (13), l'action morale véritable (et donc certainement responsable) a pu être définie comme une action devant être menée au nom du bien, par-delà les intérêts matériels en jeu. Une vraie action morale est, par principe, une action désintéressée. Elle doit aller contre l'intérêt même de son initiateur, s'il le faut, sur le plan moral. Or, même si l'on assimile la RSE à son ancêtre, feu le paternalisme et ses œuvres sociales, il ne semble pas qu'il ait été, à l'époque, de mauvaise politique de mettre à disposition des ouvriers des maisons salubres à proximité des usines, ou encore (comme le fit Ford) de rehausser les salaires, afin de pouvoir espérer se faire de nouveaux clients. C'est d'autant plus surprenant qu'il ne tombe pas sous le sens commun que l'innovation, la réorganisation et l'amélioration du service au client doivent être systématiquement considérées comme des coûts ! Elles sont bien davantage vues en termes d'investissement sur le futur. Si l'on veut bien considérer cette perspective pour la RSE, alors l'ISR relèvera, de fait, d'une logique d'investissement dans l'avenir. Le calcul de la rentabilité de ces investissements n'est, certes, pas facile, mais il dépend, en premier lieu, de la perspective temporelle dans laquelle on les place.

### *Des risques financiers plus clairs qu'une performance financière*

Un dernier point, intéressant, qui transparait des PRI, tout comme d'initiatives parallèles telle que l'EAI (Enhanced Analytic Initiative, voir <http://www.enhancedanalytics.com>) réside dans le souci de valoriser l'analyse ESG pour sa capacité à identifier et valoriser un nouveau type de risque potentiel pour les entreprises, d'autant plus domma-

geable pour la performance des fonds que le marché financier, dans l'analyse développée par ses acteurs, semblait bien incapable de les appréhender. L'ISR, de ce point de vue, a constitué une réponse adéquate, en opérant un certain infléchissement de son approche pour répondre à une demande de plus en plus pressante de l'ensemble des investisseurs. On pourrait même affirmer que c'est ainsi que l'ESG est né, en excroissance génétique de l'ISR où ce dernier a parfois du mal à reconnaître sa descendance mais ne saurait – à ce stade – la renier. En effet, une analyse pertinente de la responsabilité sociale des entreprises offre un réel avantage compétitif pour aborder des risques de plus en plus dominants. L'efficacité avec laquelle les enjeux de santé publique ou d'environnement, notamment à travers le défi du changement climatique, trouvent une traduction réglementaire apparaît clairement comme un risque financier majeur. C'est d'ailleurs un argument anti-RSE que celui consistant à dire qu'il s'agirait d'un outil au service du capitalisme pour anticiper la réglementation (Plihon), ce qu'il est pourtant bien. De même, « la propension de la responsabilité sociale à se transformer en responsabilité civile » (Voisin, Regard 2006) avec une matérialité financière croissante (amendes anti-trust, actions de classe) apparaît clairement comme un domaine de prédilection pour l'analyste ISR. On comprend, dès lors, l'intérêt bien compris des investisseurs, quels que soient leurs mandats, à intégrer cette approche.

### Et l'alter-performance ?

Un des points les plus surprenant, dans le débat sur la performance de l'ISR, est qu'*in fine*, seule la performance financière est prise en considération. Alors que l'ISR cherche la prise en compte, dans la décision d'investissement, de facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance, la première performance à mesurer, sans préjuger de l'influence sur la performance financière, nous paraît être la performance sociale, ou la performance environnementale. Au-delà des tentatives spécifiques et limitées d'évaluation de l'empreinte environnementale (ou de l'empreinte carbone) des fonds (rapports Trucost 2006 et 2007), cela reste un vide à combler (14).

### La transparence : un élément clé pour progresser

La mise en œuvre de l'approche ISR ou ESG ne peut se concevoir sans transparence, tant ce concept est inscrit au cœur tant de celui de responsabilité sociale de l'entreprise que de celui de développement durable. Cette transparence s'impose aux entreprises, mais également aux analystes ESG, aux investisseurs ISR et aux parties prenantes, qui l'exigent de plus en plus.

Les freins à la transparence, de la part des entreprises, sont multiples. On mettra en avant, en interne, l'absence de leadership des directions générales, la nécessaire montée en puissance progressive des outils de reporting (logiciels, organisation interne, validation des définitions et des méthodologies, recours croissant et progressif à l'audit interne et externe) et, dans une logique de guerre économique et de veille concurrentielle, la peur tout-à-fait justifiée de communiquer sur des données du type « balanced scorecard », risques / opportunités, forces / faiblesses ESG de long terme de l'entreprise. Ce dernier frein contribue clairement à justifier l'intérêt croissant des investisseurs (ISR ou pas) pour accéder aux informations ESG présentant un caractère stratégique. La plus grande transparence ESG des entreprises, associée aux contributions croissantes de la recherche académique, devrait permettre des progrès accélérés de l'analyse ESG.

Le donnant-donnant de la transparence s'applique à tous.

Les parties prenantes sont souvent très exigeantes vis-à-vis des entreprises (mais aussi, parfois, vis-à-vis des analystes et des investisseurs ISR) en matière de transparence, notamment sur des sujets sensibles, tels l'éthique des affaires, le lobbying, les conflits d'intérêts... En revanche, certains de ces acteurs (souvent, les plus militants) s'avèrent eux-mêmes peu transparents en matière de financement, de gouvernance ou encore de conflits d'intérêt potentiels. Il y a, là, un effort à fournir de leur part, s'ils veulent conserver toute leur légitimité et toute leur crédibilité.

Transparence des analystes : le fonctionnement sur le mode 'boîte noire' des notations extra-financières (méthodologie, traitement de l'information, résultats...), ainsi, dans une moindre mesure, que des analyses, ne joue pas toujours le jeu de la transparence vis-à-vis des parties prenantes et, en premier lieu, des entreprises. Si des poches de résistance regrettables demeurent, en matière de notation, l'approche 'boîte noire' tend, en revanche, à s'estomper.

### Les investisseurs ISR doivent aussi jouer le jeu...

Le reporting spécifique des investisseurs ISR existe, mais ceux-ci sont extrêmement minoritaires à reporter sur leurs méthodologies et sur leurs choix ESG, et à justifier, de ce point de vue, leurs choix d'achat ou de

vente. C'est là une situation incompatible avec le souhait de l'ISR de sortir de la situation actuelle de niche (2 % des actifs, environ) et de se développer significativement auprès des investisseurs tant institutionnels que particuliers, dont les attentes en matière de transparence sont très fortes. Il y a, là aussi, une responsabilité des investisseurs ISR dans un souci d'exemplarité : ils doivent donner l'exemple.

## Notes

(\*) dans l'approche de responsabilité mise en œuvre par Cheuvreux.

(1) Les propos des auteurs, praticiens de l'ISR, doivent s'entendre à titre personnel et n'engagent nullement, en quelque manière que ce soit, leurs employeurs respectifs.

(2) Définition en anglais : « We believe that environmental, social, and corporate governance (ESG) issues can affect the performance of investment portfolios (to varying degrees across companies, sectors, regions, asset classes and through time). We also recognise that applying these Principles may better align investors with broader objectives of society », see [www.unpri.org](http://www.unpri.org).

(3) Jean Tirole, leçon inaugurale de la chaire Finance et Développement Durable – Association Française de Gestion, Ecole Militaire, 30 janvier 2008.

(4) Voir Hans Jonas, *Principe Responsabilité*, Flammarion (nouvelle édition 2007) sur le rôle du pouvoir en-sus du devoir, dans une théorisation de la responsabilité.

(5) Pour plus de détail, voire Michel Capron et Françoise Quairel, *La Responsabilité sociale de l'entreprise*, coll Repères, La Découverte, et, des mêmes, *Mythes et Réalités de l'entreprise responsable*, La Découverte, 2004, avec notamment une introduction à la controverse sur le champ de responsabilité de l'entreprise et la position restrictive de Milton Friedmann.

(6) voir à ce sujet le chapitre 7 de C. De Brito, J.-P. Desmartin, V. Lucas-Leclin, F. Perrin, *L'Investissement Socialement Responsable*, Economica, 2005.

(7) Sauf en Belgique avec la reconnaissance, en son temps, du registre Ethibel, ou pour certaines formes de gestion dites benchmarkées, faisant explicitement référence à un indice boursier d'entreprises sélectionnées suivant des critères RSE.

(8) Un seul indice ISR rejette cette conception : l'ASPI Eurozone, dont la méthodologie implique qu'une seule mauvaise note sur l'un des critères vaut exclusion.

(9) Terme utilisé dans la méthodologie du département de recherche de Cheuvreux, en référence au procédé de philosophie analytique de Husserl.

(10) Le US Social Invest Forum y consacre un pan important de son activité avec le Moskowitz Prize, qui stimule et récompense chaque année les meilleures recherches financières sur l'Investissement Socialement Responsable. En Europe, le Forum de l'Investissement responsable (FIR) attribue également des prix européens de recherche depuis décembre 2005. Pour plus d'information, voir <http://www.socialinvest.org/resources/research/moskowitz.cfm>, et.

(11) Jean Tirole, *op. cit.*

(12) M. Friedman, « The Social Responsibility of Business is to increase its Profitability », *New York Times Magazine*, 1970.

(13) E. Kant, *Fondement de la Métaphysique des Mœurs*, 1797 et, pour plus de détails, le chap. 3 de De Brito et alii, *op. cit.*

(14) Les études académiques ou pratiques (départements de recherche financière des sociétés de courtage, par exemple) sur la performance financière sont maintenant si nombreuses et si diverses qu'en discuter les résultats dépasseraient largement les ressources et propos du présent article. Le US SIF américain est une référence actualisée. On peut notamment, parmi beaucoup d'autres, citer M. Orlitzky, F. Schmidt, S. Rynes, « Corporate Social and Financial Performance : A Meta-analysis », *Organisational Studies*, 2004, ainsi que R. Bauer, J. Derwall et R. Otten, « International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style », LIFE Working Paper, 2002.