

L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE EN FRANCE : OPPORTUNITÉ « DE NICHE », OU PLACEMENT « MAINSTREAM » ?

Cet article porte sur les activités actuelles et futures des équipes d'analyse Investissement Socialement Responsable (ISR) de la gestion d'actifs en France. L'objectif de cet article est d'étudier une éventuelle convergence entre la gestion d'actifs classique et la gestion ISR, notamment au travers d'une étude détaillée des tâches réalisées par ces équipes et de leur positionnement dans l'industrie de la gestion d'actifs. Les résultats d'une enquête réalisée en France en 2009 auprès des principaux acteurs du domaine y sont présentés. Ces résultats semblent indiquer une convergence en cours entre l'ISR et la gestion classique (*mainstream*), même s'il semble encore y avoir une grande hétérogénéité de pratiques qui traduit une phase de transition, dans un domaine encore très fragmenté.

Par **Patricia CRIFO*** et **Nicolas MOTTIS****

Que ce soit aux États-Unis ou en Europe, près d'un dollar investi sur neuf l'est aujourd'hui, au moins partiellement, dans une perspective d'investissement socialement responsable (ISR), c'est-à-dire en tenant compte à la fois d'anticipations financières et de critères extra-financiers (portant par exemple sur la performance sociale ou environnementale) (Euro SIF 2008, US SIF 2008, EFAMA 2008).

L'impact de l'ISR sur le pilotage par les entreprises cotées des aspects extra-financiers de leur performance est donc potentiellement très élevé, ce qui pourrait conduire à influencer profondément les pratiques de

* Université Paris Ouest, École Polytechnique et Université Catholique de Louvain. Adresse courriel : patricia.crifo@polytechnique.edu

** ESSEC Business School.
Adresse courriel : mottis@essec.fr

management. L'évolution du marché de l'ISR représente donc un enjeu considérable pour ce qui touche à la responsabilité sociale des entreprises (SCHOLTENS, 2006). En particulier, ce que l'on qualifie dans la littérature de processus de *mainstreaming*, qui recouvre la question de la convergence éventuelle entre la gestion d'actifs classique (*mainstream*) et la gestion d'actifs ISR (souvent aussi qualifiée de « finance durable »), est au cœur de notre problématique.

Cet article entend contribuer au débat sur cette finance durable à partir d'une étude détaillée des activités passées, actuelles et futures des équipes d'analystes ISR des principaux gestionnaires d'actifs français. Il repose sur une enquête de terrain réalisée en 2009 avec l'appui de l'Association Française de Gestion (AFG), l'association professionnelle de référence du secteur.

L'exploration de la convergence entre la gestion d'actifs classique et l'ISR a fait l'objet de nombreux travaux dans le domaine de l'éthique des affaires. En effet, dans la plupart des pays développés, l'ISR est progressivement sorti d'un marché de niche réservé à des investisseurs individuels militants (ce qui a été qualifié « d'ISR éthique ») pour finir par intégrer les pratiques d'acteurs plus classiques, comme les grands fonds de pension (cela représente, à titre d'exemple, aujourd'hui, des montants gérés de l'ordre de 764 milliards de livres, au Royaume-Uni (EURO SIF 2008, LEWIS & JURAVLE, 2010)). Cette croissance constitue un fort levier de *mainstreaming* (1) de l'ISR et pourrait conduire la finance traditionnelle à s'engager plus directement en faveur d'activités ayant de meilleures performances sociales et environnementales.

Depuis les années 1990, les fonds d'investissement orientés développement durable offrent un éclairage intéressant sur ce processus de convergence vers la gestion d'actifs classique. Ces fonds diffèrent des « fonds éthiques » apparus aux États-Unis dans les années 1920, qui traduisaient la vision morale de leurs promoteurs (pour l'essentiel, des congrégations religieuses) qui leur interdisait tout investissement dans les industries du « péché » : alcool, jeux d'argent, pornographie... Ils diffèrent également des « fonds socialement responsables » qui se sont développés, quant à eux, dans les années 1960 à partir de valeurs morales (pas forcément religieuses) propres à des organisations non gouvernementales, à des associations consuméristes ou à des syndicats et appliquant en matière de choix d'investissement des critères liés aux droits de l'Homme, à l'environnement ou à la qualité des produits. Les fonds de développement durable combi-

ent l'analyse de la performance à long terme et la dimension soutenable de la création de valeur correspondante. Ils utilisent des critères de sélection des investissements comportant un objectif de performance à long terme couplée à une volatilité réduite (2). Ils s'adressent notamment à des fonds de pension et comportent, pour certains d'entre eux, parfois, une dimension non négligeable d'activisme actionnarial (action volontariste de l'investisseur auprès des dirigeants des entreprises sélectionnées pour infléchir le cours des choses dans le sens des performances financières et extra-financières espérées), ce qui pourrait être de nature à renforcer l'hypothèse selon laquelle la convergence ISR/gestion d'actifs classique pourrait devenir un outil majeur de promotion d'objectifs de croissance durable sur les marchés financiers.

Cette croissance rapide des fonds ISR et leur transition de la marge du secteur financier vers ce qui en est le cœur ont déjà été documentées (voir, par exemple, SPARKES & COWTON, 2004 ; SCHUETH, 2003). Le marché européen mérite une attention particulière, car non seulement les actifs strictement ISR y représentent plusieurs dizaines de milliards d'euros, mais, surtout, les fonds classiques mobilisant explicitement des critères ISR dans leur gestion y connaissent également un développement rapide (NOVETHIC, 2009a). Plus fondamentalement, contrairement aux pays anglo-saxons qui ont développé, historiquement, l'ISR sur des bases éthiques, l'Europe continentale se caractérise d'abord par son approche financière de sélection positive (dite « *best in class* ») qui vise à retenir en priorité les firmes qui ont les meilleurs niveaux de performance sur les aspects sociaux, environnementaux et de gouvernance (DEJEAN, 2006).

Le marché ISR français étudié ici est le plus dynamique d'Europe, avec une croissance des fonds concernés de plus de 600 % entre 2005 et 2007 (Euro SIF 2008), qui se poursuit actuellement (NOVETHIC, 2010). L'approche dominante y est celle du « *best in class* » mettant en valeur les sociétés socialement les plus responsables, quel que soit le secteur concerné (ARJALIES, 2009b), avec l'objectif clair de diffuser vers la gestion d'actifs classique (EUROPLACE, 2008). De nombreux signaux y montrent une propension croissante des investisseurs classiques à intégrer des critères ISR non seulement dans leurs fonds catalogués ISR, mais aussi dans leurs fonds plus conventionnels (3) (ARJALIES, 2009a). Toutefois, cette tendance est assez récente et reste à être confirmée.

Cet article vise donc à apporter une contribution nouvelle à la question de la diffusion de l'ISR à la gestion

(1) Dans la suite de l'article, nous utiliserons l'expression « convergence vers la gestion d'actif classique » pour désigner ce processus de *mainstreaming*.

(2) C'est sur cet objectif que nombre de fonds ISR sont évalués, comme en témoigne, par exemple, la dernière étude d'Oddo consacrée à cette question (voir ODDO, 2010).

(3) En 2009, 63 % des actifs gérés dans les fonds classiques français incorporent au moins un critère ISR. Par comparaison, les fonds ISR, au sens strict, ne représentaient que 2 % des actifs sous gestion (NOVETHIC, 2009b).

d'actifs classique en s'appuyant sur les réponses aux questions que des analystes ISR se posent eux-mêmes sur la nature de leurs activités, sur leur évolution et sur la manière dont est perçu leur positionnement dans le secteur de la gestion d'actifs.

Du point de vue théorique, l'étude du processus de convergence ISR/gestion d'actifs classique renvoie à l'abondante littérature sur les liens entre performance financière et responsabilité sociale de l'entreprise (voir, par exemple, MARGOLIS, ELFENBEIN et WALSH, 2007 ; MERCER, 2009 ; UNEP-Fi et MERCER, 2007 ; CAPELLE-BLANCARD et MONJON, 2010), des travaux qui se concentrent sur les arbitrages entre différents types de performance : par exemple, la performance sociale ou environnementale est-elle obtenue au détriment de la performance financière (que mesure l'accroissement de la valeur actionnariale) ? Ou bien ces types de performance sont-ils corrélés, sinon sur le court terme, tout au moins sur le long terme ?

En dépit des efforts considérables consacrés à la résolution de cette question au cours des décennies passées, aucun consensus n'a encore émergé, à ce stade. C'est aussi pourquoi son traitement sous l'angle de la convergence de l'ISR peut aider à renouveler le débat. S'il y a convergence, c'est que la prise en compte des critères extra-financiers (qui constituent la base de l'ISR) est susceptible d'améliorer la performance financière elle-même (AZOULAY et ZELLER, 2006). En d'autres termes, une convergence entre gestion d'actifs classique et ISR signifierait, en pratique, que les critères ISR seraient compris par les investisseurs comme conduisant à une plus forte performance financière et qu'il y aurait donc une réelle corrélation entre ces deux dimensions.

Mais comment l'ISR peut-il apporter ce surcroît de performance par rapport aux autres investissements (non ISR) ?

Le principal argument économique expliquant cette corrélation entre performance financière et performance extra-financière repose sur les bénéfices en termes de meilleure gestion des risques à long terme inhérents aux stratégies d'ISR. En effet, en réduisant les effets des pressions court-termistes sur les marchés, l'ISR permet de diminuer :

- les risques judiciaires (comme, la baisse du risque environnemental) ;
- les risques concernant la demande (baisse du risque de boycott ou de campagnes médiatiques hostiles orchestrées par des ONG, par exemple) ;
- les risques réglementaires, avec, par exemple, des comportements de préemption de la réglementation (réduction du risque d'une réglementation future plus contraignante) ;
- enfin, les risques concurrentiels, avec la mise en œuvre de stratégies de contestabilité sociale et environnementale (sécurisation de la position sur les marchés et hausse des coûts sociaux et environnementaux

pour les concurrents, et donc une baisse des risques concurrentiels).

Dans cette vision de la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE), l'ISR se révèle une stratégie « gagnant-gagnant » grâce à la meilleure gestion des risques à long terme sur les marchés qu'il permet (4) (BENABOU et TIROLE, 2010). Notons toutefois que pour LANDIER et NAIR (2008), il s'agit là d'un effet d'aubaine temporaire. Les fonds ISR précurseurs permettent, en effet, tout au moins dans un premier temps, aux entreprises responsables de bénéficier d'un meilleur accès au marché des capitaux et ils renchérissent le coût du capital des entreprises jugées irresponsables, ce qui fait augmenter le cours boursier des premières. Mais, dans un second temps, à mesure que l'ISR se diffuse, cet effet de surperformance va s'atténuer, puis finir par disparaître, car en régime permanent, le coût du capital des entreprises responsables est égal à la rentabilité du capital prêté par les investisseurs socialement responsables, et l'ISR devra accepter une rentabilité inférieure. Sur le plan empirique, l'absence de consensus clair sur le lien entre performance financière et performance extra-financière peut ainsi s'expliquer par la difficulté à isoler les effets de court terme et de long terme, tout comme le sens de la relation de causalité entre les deux types de performance.

Mais, au-delà de ce lien, ambigu, entre la performance financière et la performance extra-financière des investissements, la convergence entre l'ISR et la gestion d'actifs classique soulève un autre élément de débat important autour du coût de la RSE et du conflit d'intérêt entre actionnaires et managers : dit simplement, à quel niveau les politiques RSE doivent-elles être mises en œuvre, et qui doit en supporter le coût ? Cela doit-il être à l'initiative des dirigeants, ou à celle des actionnaires ? Quel est le meilleur acteur pour porter cette responsabilité ?

Pour Friedman (1970), la réponse est sans ambiguïté : la responsabilité sociale des entreprises est d'agir au nom de ses propriétaires (les actionnaires) afin de leur garantir une profitabilité (« utiliser ses ressources en s'engageant dans des activités destinées à maximiser ses profits, tout en respectant les règles du jeu, c'est-à-dire celles d'une concurrence libre et ouverte, sans tromperie ou fraude »). Autrement dit, si le dirigeant engage les ressources de l'entreprise d'une façon qui ne maximise pas les intérêts de l'actionnaire, il lui impose *de facto* une taxe et prend des décisions sur l'allocation de cette taxe sans avoir la légitimité nécessaire pour ce faire, car aucune entité n'a la légitimité d'imposer une taxe ou de se substituer à un gouvernement élu afin d'administrer un bien public. Dans cette vision des choses, dirigeants et actionnaires sont dans une relation d'agence : le prin-

(4) Dans cette vision, la RSE est une démarche « gagnant-gagnant » (« win-win », pour BENABOU et TIROLE, 2010). Cet argument renvoie à l'hypothèse de Porter « *doing well by doing good* », selon laquelle les entreprises responsables sont les plus performantes (voir PORTER et KRAMER, 2002 ; PORTER et VAN DER LINDE, 1995).

principal (les actionnaires) possède le capital de la firme, dont il délègue la gestion à un agent (les dirigeants) dont la mission est d'agir dans l'intérêt du principal. Si les actionnaires souhaitent poursuivre des objectifs sociaux, ils doivent alors le faire en utilisant leurs propres revenus, plutôt qu'en passant par les objectifs RSE de leur entreprise. Dans cette vision de la RSE, les dirigeants sont là, d'abord et avant tout, pour maximiser la valeur de la firme en respectant les règles du contexte dans lequel elle évolue, et non pas pour poursuivre de multiples objectifs de performance, des objectifs trop nombreux équivalant, au final, à l'absence de tout objectif (BENABOU et TIROLE, 2010) (5).

Soulignant ce problème de conflits d'intérêts entre actionnaires et managers dans les choix de RSE, Cespa et Cestone (2007) montrent ainsi que le fait de mettre la politique RSE dans les mains des dirigeants peut favoriser l'émergence de logiques d'enracinement pour les moins performants d'entre eux. L'argument clé de leur article est que la mobilisation de critères de performance RSE permettrait de justifier n'importe quel type de décision, même au prix d'une moindre performance financière. Afin d'accroître la valeur de la firme correspondante, l'actionnaire aurait avantage à assumer la responsabilité directe des performances RSE, par exemple, en investissant dans des fonds ISR. C'est, selon ces auteurs, le meilleur moyen de favoriser la convergence de l'ISR. Dans un autre article, Baron (2006) montre que le goût des consommateurs pour le don à des causes sociales nobles peut permettre de réconcilier les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. Cela peut encourager les managers à adopter des démarches RSE sans que les actionnaires aient à en supporter le coût. La RSE stratégique ne serait alors pas incompatible avec la maximisation de la valeur actionnariale. Dans cette vision, la RSE est déléguée à l'entreprise par ses parties prenantes (BENABOU et TIROLE, 2010) (6) et l'ISR peut alors exister en tant que marché de niche s'adressant à des consommateurs sensibles à des causes sociales.

Compte tenu de ces questions qui se posent au niveau des entreprises elles-mêmes, mesurer les enjeux de la RSE pour l'industrie de la gestion d'actifs devient un vrai défi : les critères de performance RSE s'adressent-ils uniquement à des fonds spécialisés destinés à des marchés de niche (SICAV, fonds de pension ayant des objectifs sociaux particuliers) ou bien peuvent-ils améliorer également les performances de fonds classiques, grâce à la meilleure gestion des risques qu'ils permettent ? En d'autres termes, l'ISR va-t-il converger avec la gestion d'actifs classique, ou bien ces deux types de gestion

vont-ils continuer à coexister sur des segments de marché clairement différenciés ?

Notre étude tend à prouver que la convergence entre l'ISR et la gestion d'actifs classique est en cours, sur le marché français. La deuxième partie de notre article exposera la méthodologie utilisée. Quant à la troisième, elle détaillera les principaux résultats. La quatrième conclura sur les tendances clés observables sur le marché français de l'ISR.

MÉTHODOLOGIE ET QUESTIONNAIRE

Cet article est fondé sur les résultats d'une enquête réalisée par questionnaire auprès de dix-neuf gestionnaires d'actifs ISR (Dexia AM, Natixis AM, Macif Gestion, Ecofi, Banque Postale AM, CAAM, Groupama, Federis AM, LFR, Alcyone Finance, Financière de Champlain et Oddo Securities) et de deux investisseurs institutionnels (le Fonds de Réserve des Retraites et la Caisse des Dépôts et Consignations). Cette enquête a été réalisée avec le soutien de l'Association Française de Gestion (AFG), la principale association professionnelle du secteur, de la Chaire Finance Durable et Investissement Responsable et de l'ESSEC.

Le questionnaire s'adressait aux équipes d'analyse ISR de ces organisations. Les répondants représentent à la fois le côté *sell-side* (travaillant pour un *broker* ou une firme gérant des comptes particuliers et amenés à formuler des recommandations d'investissement à leurs clients) et le côté *buy-side* (travaillant directement pour un fonds de pension ou un gérant de fonds).

L'élaboration du questionnaire a donné lieu à de nombreuses discussions avec différents acteurs du domaine de l'ISR au sens large. Une première version a ensuite été testée, fin 2008, auprès de deux acteurs (un des plus grands gestionnaires d'actifs et un acteur spécialisé). Cela a permis de l'ajuster et de le valider. Les réponses ont été collectées entre décembre 2008 et mars 2009. Quinze questionnaires complets ont pu être traités, ce qui correspond à un taux de réponse de 66 %.

Le marché français de l'ISR était estimé à 30 milliards d'euros fin 2008, dont 22,5 milliards pour les seuls investisseurs institutionnels (NOVETHIC, 2009a). Le nombre de questionnaires reçus correspond à environ un quart des gestionnaires d'actifs de la place de Paris (d'après l'étude NOVETHIC, 2009a), ce qui ne permet donc pas de réaliser des études économétriques poussées, mais conduit à de simples descriptions statistiques. Cependant, les leaders européens opérant en France sont présents dans notre base de réponses et les actifs

(5) Dans cette vision, la RSE s'apparente à de la philanthropie managériale (« *insider initiated philanthropy* », pour BENABOU et TIROLE, 2010) : les intérêts des dirigeants (objectifs de RSE et performance extra-financière) et ceux des actionnaires (objectifs de performance financière) sont incompatibles.

(6) Dans cette vision, la RSE s'apparente à de la philanthropie déléguée (« *delegated philanthropy* », pour BENABOU et TIROLE, 2010) parfaitement compatible avec l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale, dans la mesure où le coût de la RSE et le sacrifice de profits qui en découle sont supportés par les parties prenantes (consommateurs, salariés, épargnants) autres que les actionnaires de l'entreprise.

gérés correspondants représentent environ 17 milliards d'euros, soit 77 % de la gestion collective ISR. De plus, la diversité des répondants couvre la majorité des profils des acteurs de l'ISR.

Les réponses ont été traitées anonymement. Le questionnaire comprend vingt questions, regroupées en trois rubriques : 1) la composition de l'équipe d'analyse ISR, 2) la nature de ses activités et, enfin, 3) la diffusion de ses travaux et l'utilisation qui en est faite.

Ces trois rubriques permettent d'explorer la question de la convergence de l'ISR autour des réflexions suivantes :

- La composition de l'équipe ISR : la convergence passerait par une croissance des effectifs et un plus grand niveau d'expertise des profils ;
- La nature des activités de l'équipe d'analyse ISR : la convergence s'appuierait sur l'émergence de quelques leaders d'opinion (comme on peut le constater dans l'analyse financière classique), une professionnalisation de la collecte des données et une plus grande diffusion des facteurs ESG (Environnement Social Gouvernance) ;
- La diffusion et l'usage des travaux d'analyse ISR : la convergence supposerait une utilisation plus systématique des travaux par les analystes financiers (ou par les gérants classiques).

LES RÉSULTATS ACQUIS SUR LA CONVERGENCE DES PROCESSUS ISR

La conviction des analystes ISR : la convergence est en cours

Le premier résultat frappant de cette étude repose sur l'opinion qu'ont les analystes ISR du devenir de leur

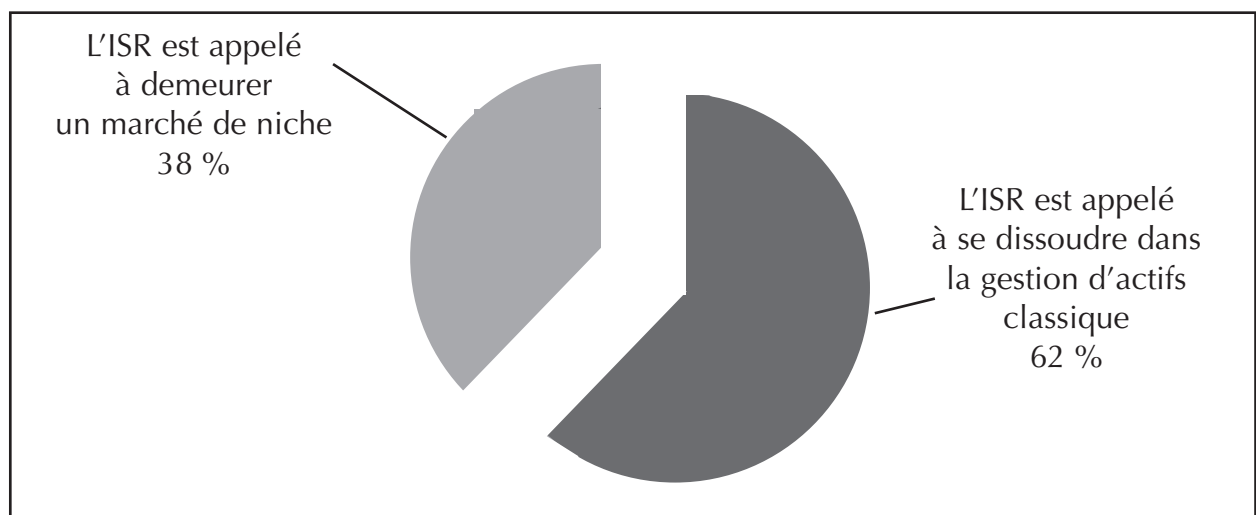
domaine et des principaux avantages des approches ISR. Plus de 60 % des répondants considèrent que l'ISR a de fortes chances de se dissoudre dans la gestion d'actifs classique (voir le graphique 1). Quelques-uns d'entre eux estiment cependant que les deux phénomènes vont se produire, c'est-à-dire à la fois une dissolution de l'ISR actuel dans la gestion *mainstream* et le maintien de marchés de niche.

L'évolution anticipée vers la convergence se comprend facilement lorsque l'on constate que, pour près des trois quarts des répondants, la principale valeur ajoutée de l'ISR réside dans la meilleure gestion des risques des investissements réalisés en intégrant ces critères (voir le graphique 2). Cela renvoie à un paramètre classique de la performance financière : toute information qui permet de réduire le risque d'un portefeuille contribue à en augmenter la valeur.

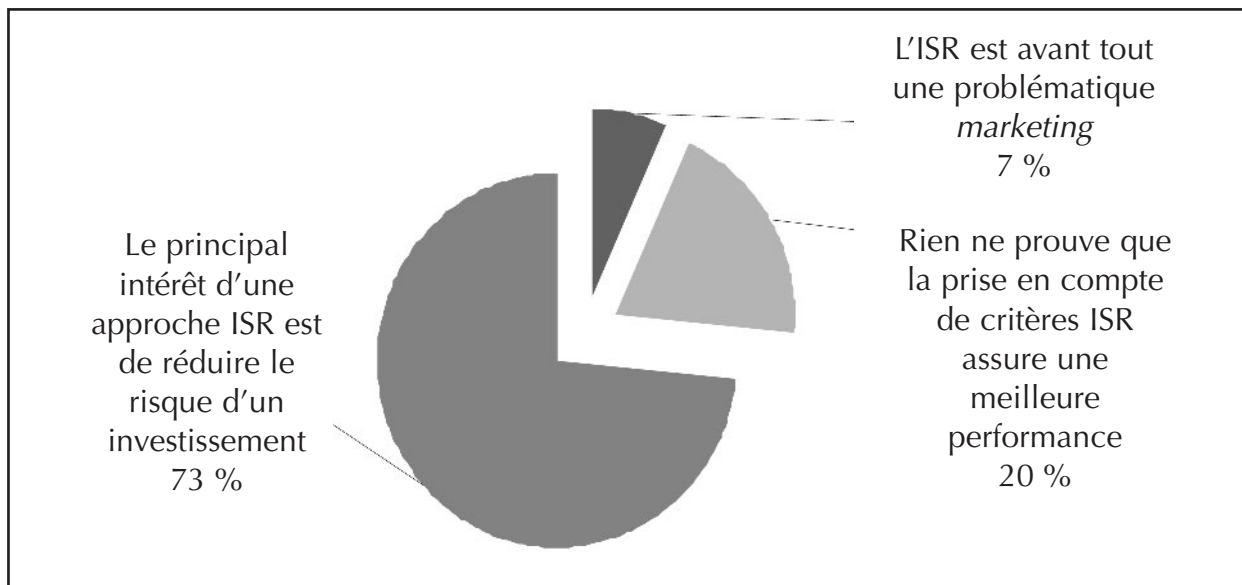
Compte tenu du fait que pour la plupart des analystes ISR interrogés la convergence est en cours, on peut alors se demander si cette conviction trouve son reflet dans le profil des équipes, dans la nature de leurs activités et dans l'usage qui est fait de leurs travaux.

L'organisation des équipes ISR : une professionnalisation en marche et une convergence à la marge ?

Une première dimension de la convergence apparaît dans la professionnalisation des équipes d'analyse ISR. Au début des années 2000, le marché français de l'ISR se caractérisait par une forte demande institutionnelle d'ISR, sous l'impulsion de grands fonds de pension publics qui, en rendant impérative la prise en compte de cette dimension, ont poussé les acteurs du domaine à s'organiser et à monter en puissance pour y répondre (ARJALIES, 2009b). Dans ce cadre, observe-t-on une professionnalisation du domaine ?



Graphique 1 : L'avenir de l'ISR



Graphique 2 : Le principal avantage de l'approche ISR

Si cela était le cas, on en verrait des signes dans la taille des équipes, dans leur positionnement dans l'organisation et dans l'affectation de leur temps de travail.

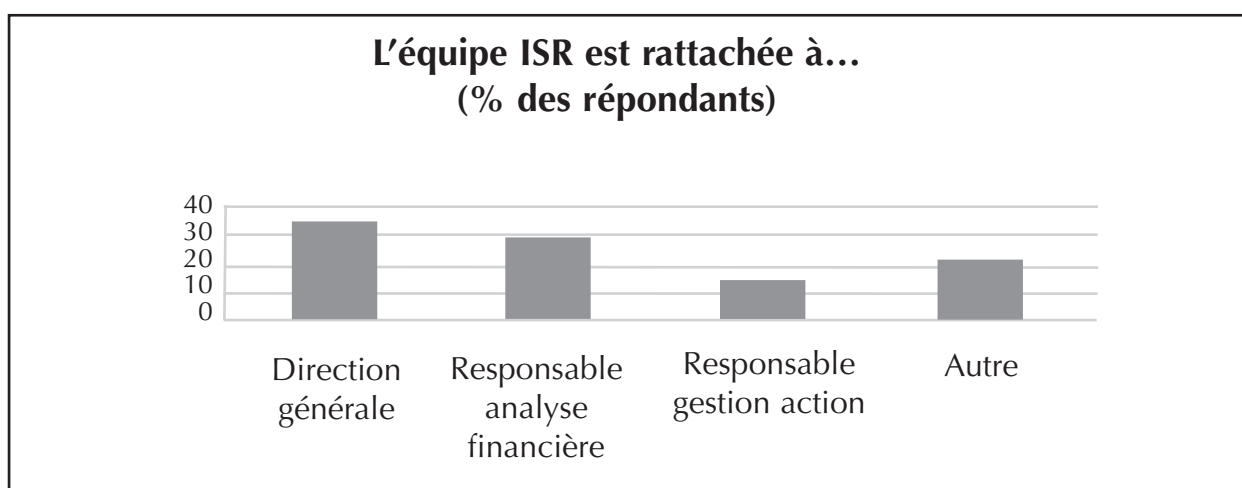
- *Le positionnement organisationnel des équipes d'analyse ISR : la convergence se réalise à la marge*

L'étude du positionnement organisationnel des équipes d'analyse ISR révèle que dans 60 % des cas, elles se trouvent en dehors des structures d'analyse financière classique (voir le graphique 3). Si l'on suppose que la convergence est en cours, une telle configuration laisse à penser que les choses se passent encore à la marge. Une alternative aurait pu consister à développer des compétences ISR directement au sein des équipes d'analyse financière classiques, mais tel n'a pas été le cas.

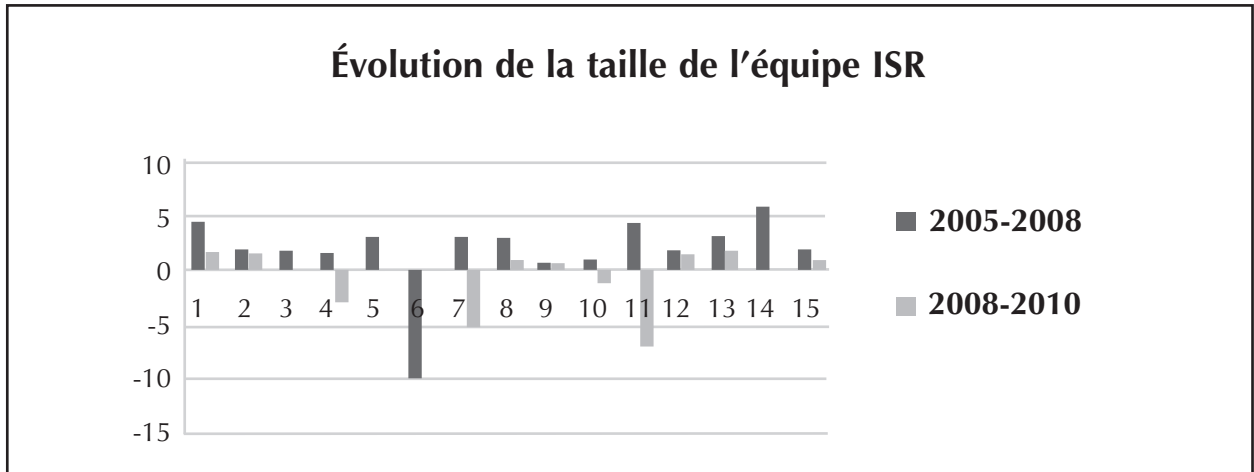
Pour ce qui est du mode d'organisation du travail, deux approches dominant : soit une approche par

thème ISR (les fameux ESG), ce qui correspond à 39 % de l'échantillon, soit une approche par secteur économique, pour 39 % également. En termes de spécialisation, pratiquement les trois quarts des répondants doivent effectuer des études *ad hoc* portant, par exemple, sur les biocarburants, sur les OGM, sur les marchés émergents, sur l'environnement ou la santé, et illustrant la largeur du spectre des thèmes à couvrir par l'ISR.

Ces éléments reflètent la complexité du travail d'analyse ISR et la difficulté de mesurer la matérialité de facteurs sociaux, environnementaux ou de gouvernance. De plus, une caractéristique clé de la sélection positive « *best in class* » (par opposition aux approches basées sur l'exclusion) est l'obligation de disposer de l'expertise permettant d'identifier les bons critères de performance extra-financière, secteur par secteur, ce qui, en pratique, est loin d'être évident (BENCHEMAM et CHAMBOST, 2009).



Graphique 3 : Le rattachement fonctionnel de l'analyse ISR



Graphique 4 : Évolution anticipée des effectifs des équipes ISR

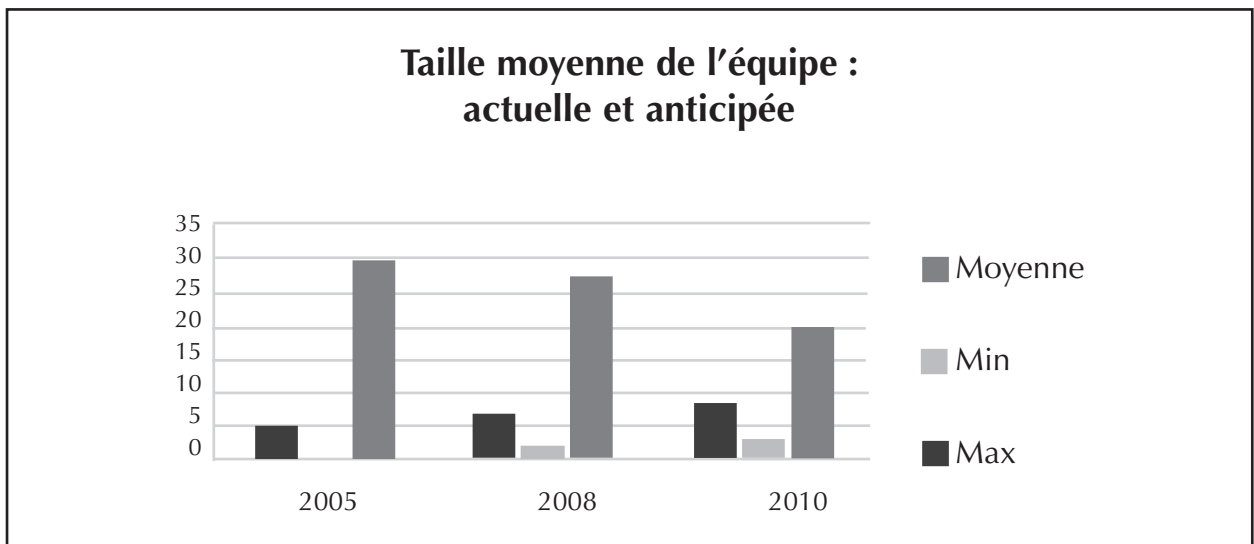
• *Taille de l'équipe et contenu des travaux : une professionnalisation en marche*

L'évolution de la taille des équipes ISR sur la période 2005-2010 montre clairement que la phase étudiée correspond à un moment clé de l'analyse ISR (voir les graphiques 4 et 5).

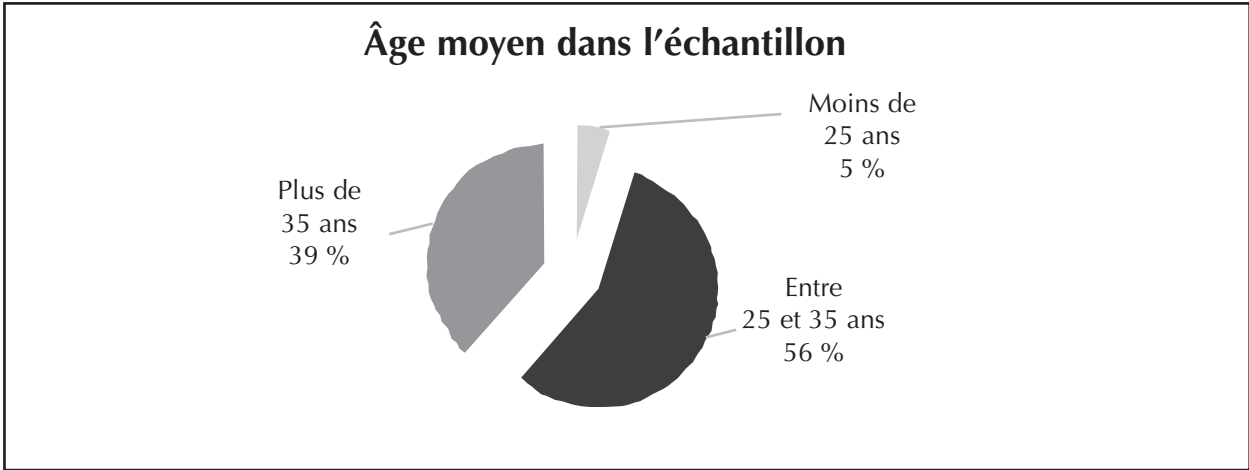
La taille des équipes augmente, pour tous les répondants, entre 2005 et 2010, mais sur un rythme moins rapide durant la deuxième moitié de la période (2008-2010). Il semblerait que l'on observe ici une phase de construction du domaine (taille moyenne des équipes de 5 personnes en 2005, une taille qui passe à 7 personnes en 2008 et à 8, en 2010). On peut faire le rapprochement avec ce qui s'est passé dans le domaine des relations investisseurs, à la fin des années 1990 et au début des années 2000 : afin de répondre aux attentes d'actionnaires de plus en plus exigeants sur la transparence des données et sur les résultats en matière de création de valeur, de nombreux groupes

cotés ont sur cette période constitué (ou renforcé) leurs équipes de relations investisseurs (MOTTIS et ZARLOWSKI, 2003 ; MOTTIS et PONSSARD, 2002). La croissance des équipes d'analyse ISR peut alors être interprétée comme le signe d'une importance accrue de ces thèmes aux yeux des marchés financiers.

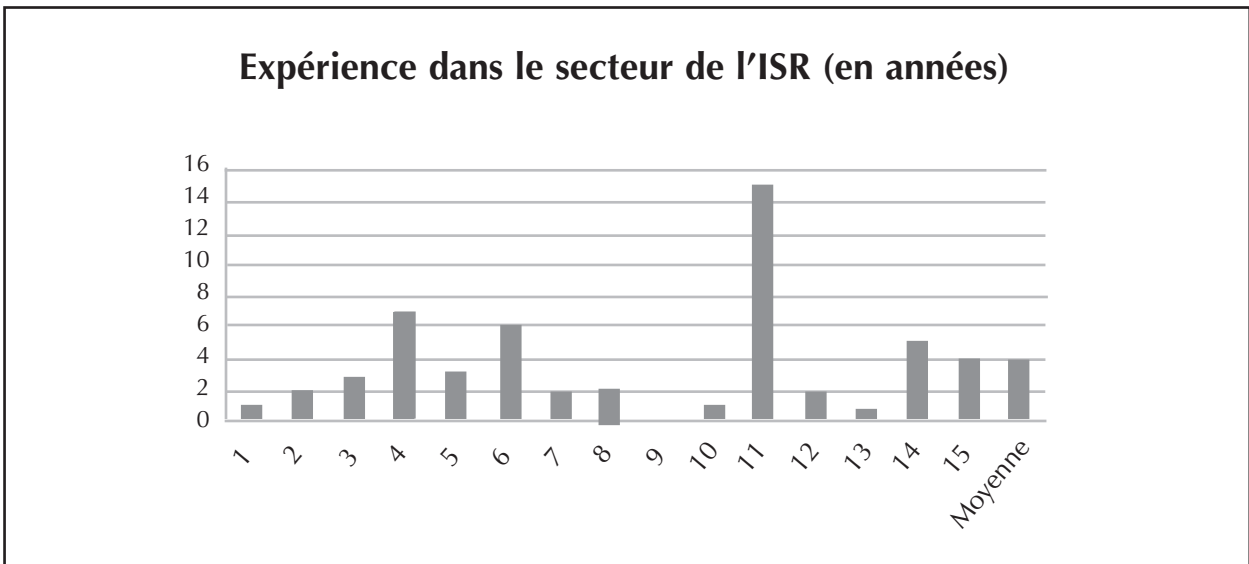
Les membres des équipes ISR semblent relativement jeunes, en termes à la fois d'âge et d'expérience dans le domaine. Notre échantillon a un âge moyen de 40 ans, avec plus de la moitié des analystes ayant entre 25 et 35 ans (voir le graphique 6), et il a une expérience relativement courte dans l'ISR (voir le graphique 7). Cette caractéristique est intéressante, car elle suggère que les emplois d'analystes ISR auraient été créés (ou occupés) par des individus ayant développé une expertise préalable dans d'autres champs. Seule une toute petite minorité a plus de 7 ans d'expérience dans l'ISR, ce qui, là encore, illustre le caractère récent de l'émergence de ces thématiques (voir le graphique 8).



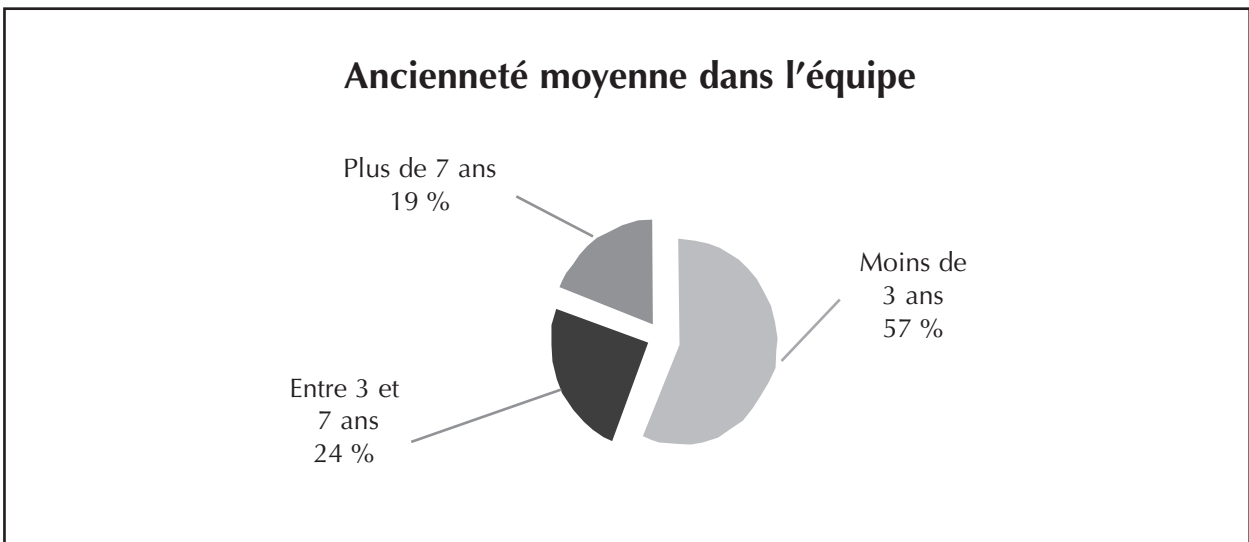
Graphique 5 : Taille moyenne des équipes ISR



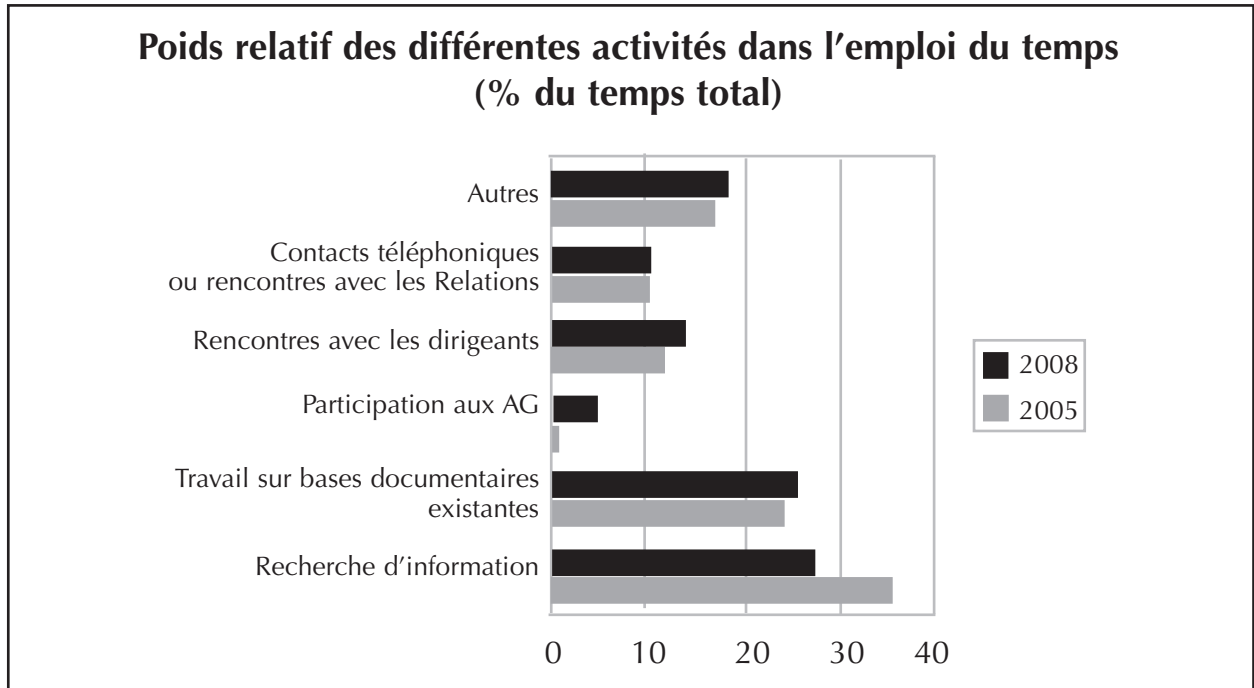
Graphique 6 : Age moyen des équipes ISR



Graphique 7 : Expérience dans le domaine ISR (années)



Graphique 8 : Profil des équipes ISR

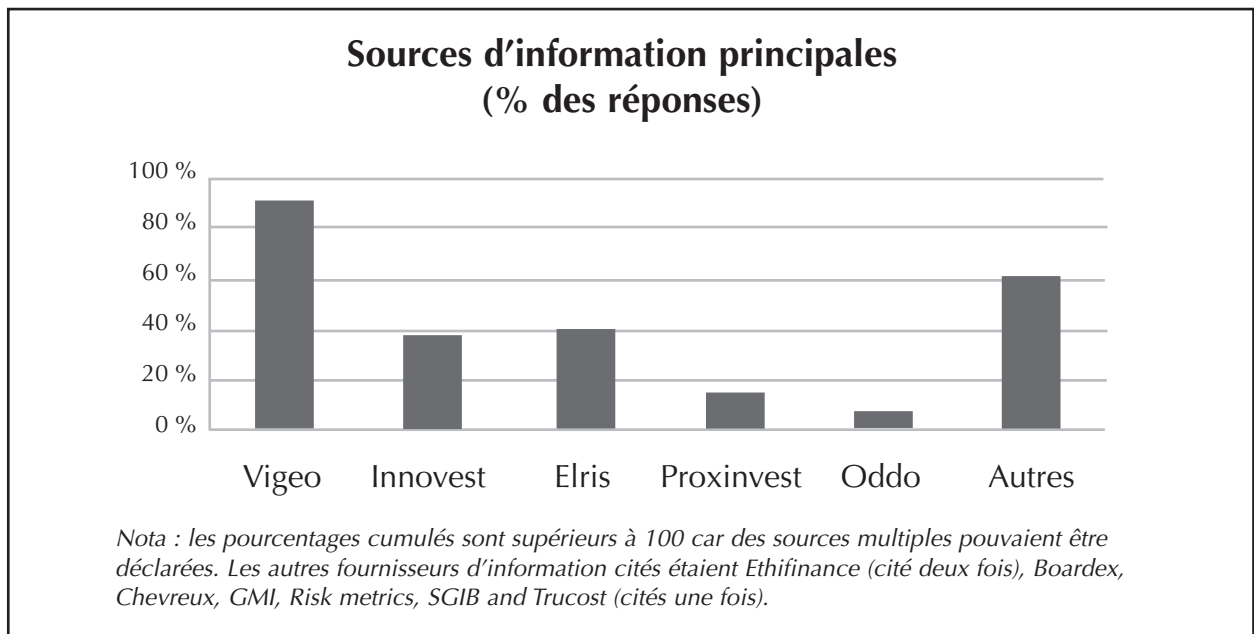


Graphique 9 : Temps consacré aux différentes activités

L'analyse du temps consacré aux différentes activités et de son évolution révèle des points intéressants (voir le graphique 9). Alors que la collecte de données reste la tâche principale, le temps qui lui est consacré a considérablement diminué, ce qui s'explique probablement par la professionnalisation du domaine, l'apparition de fournisseurs de données spécialisés et également par une communication plus large des entreprises sur la question, facilitant ainsi l'accès aux sources. Le temps passé en réunions avec des dirigeants d'entreprises a, quant à lui, augmenté de façon significa-

tive, ce qui traduit probablement une plus grande sensibilité et une plus grande disponibilité de ceux-ci pour ces questions. Enfin, si l'engagement de l'actionnariat (en particulier, la participation aux assemblées générales d'actionnaires) a fortement augmenté sur la période 2005-2008 (temps multiplié par 10), il demeure une activité marginale dans le contexte ISR français (moins de 5 % du temps global y étant consacrés).

L'examen des principaux fournisseurs d'informations ISR (et en particulier de ceux perçus comme les plus



Graphique 10 : Principaux fournisseurs d'informations ISR

innovants) permet de saisir un autre aspect du processus de convergence : la recherche de légitimité, dans un cadre émergent.

Source d'informations et acteurs innovants : un champ émergent en quête de légitimité ?

La principale source d'information est l'agence de notation leader en France, Vigeo, qui maintient une avance significative sur les acteurs suivants d'origine anglo-saxonne, Innovest (qui a été racheté par Riskmetrics en 2009) et Eiris (voir le graphique 10). D'autres acteurs (comme la banque Oddo ou la société Proxinvest spécialisée dans les questions de la gouvernance) font aussi partie des acteurs de référence du paysage ; cela correspond bien à ce qui déjà été écrit à propos du cas français (ZARLOWSKI, 2007).

D'après les répondants, les acteurs les plus innovants en France sont la Société Générale et Goldman Sachs, suivis de Vigeo, Innovest et Oddo Securities (voir le tableau 1). Si l'on considère que Vigeo est l'agence de notation extra-financière leader en France et que ses analyses sont utilisées par presque tous les acteurs, sa notoriété apparaît en définitive assez faible. Une explication pourrait être que ses notes sont payantes et qu'elles ne répondent pas complètement aux besoins des acheteurs. Certains analystes ISR pourraient aussi vouloir renforcer leur crédibilité vis-à-vis de la gestion *mainstream* en s'appuyant sur des *brokers* ou des banques d'investissement *mainstream* justifiant d'une solide réputation.

Globalement, ces réponses ne donnent finalement pas l'image d'un paysage très structuré, avec quelques leaders d'opinion unanimement reconnus (une explication pourrait résider dans le caractère encore dispersé et émergent du domaine).

On notera que dans le même domaine, lorsque l'on interroge les analystes *mainstream* à propos de l'existence de leaders d'opinion, un nombre limité de noms ressort systématiquement secteur par secteur. En pra-

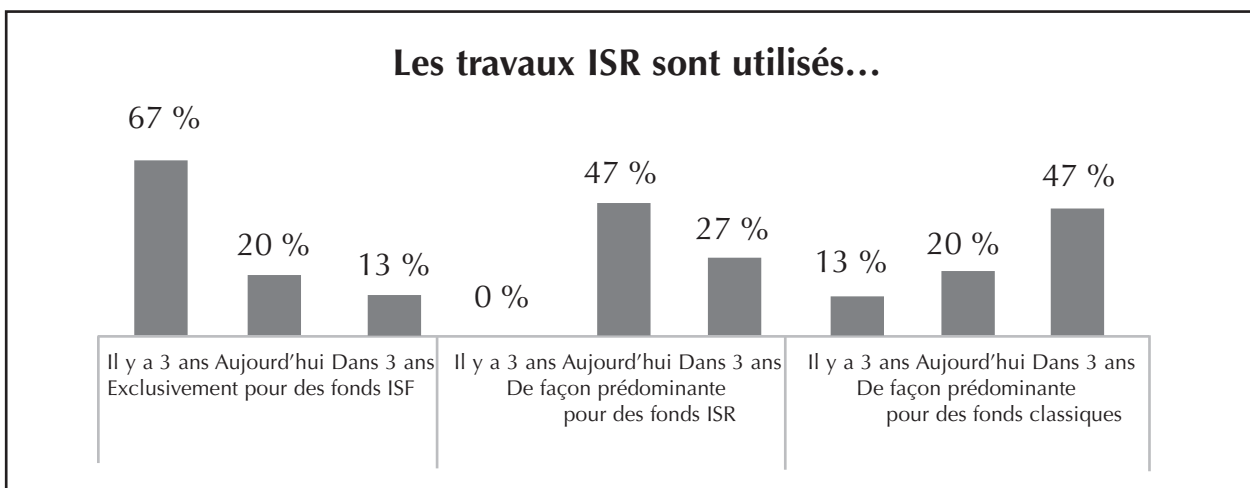
Rang		Score
1	Société générale	10
2	Goldman Sachs	8
3	Vigeo	6
3	Innovest	6
3	Oddo	6
4	Asset4	5
4	Natixis	5
5	CA Chevreux	4
6	Ethifinance	3
6	Fonds de Réserve des Retraites	3
6	LFR	3
6	ORSE	3
7	Citi	2
7	Ethos	2
7	Sarasin	2
8	Dexia	1
8	Groupama	1
8	UNEP Fi	1

Explication sur le mode de classement : les répondants devaient se prononcer sur les acteurs qu'ils percevaient comme les plus innovants en termes d'analyse ISR en Europe. Les acteurs classés en premier ont eu 3 points, ceux classés en deuxième 2 points et ceux classés en troisième 1 point. Le score final est la somme de ces points.

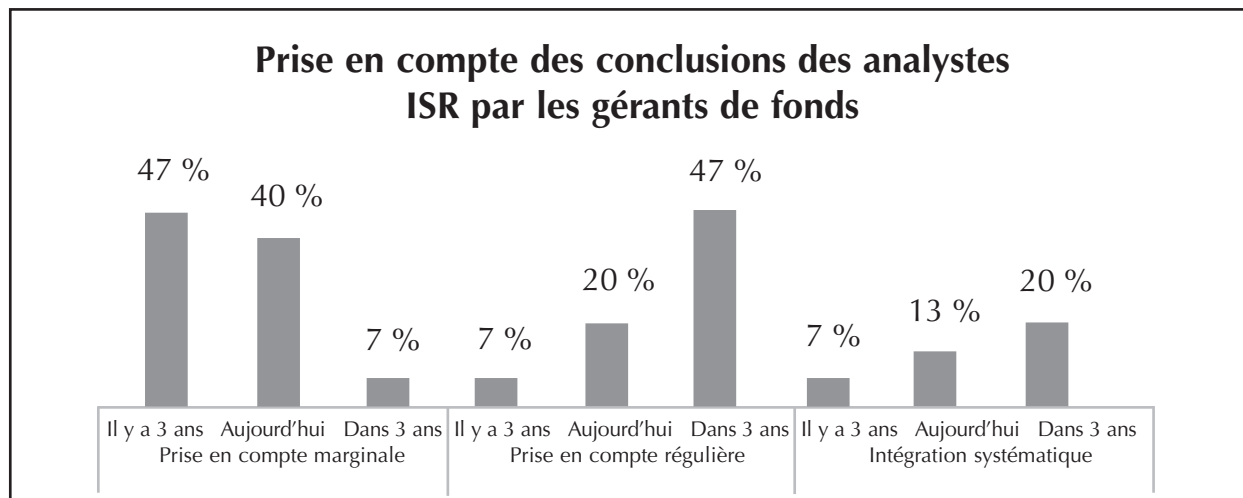
Tableau 1 : Acteurs perçus comme les plus innovants

tique, la position du marché est forgée par quelques acteurs dont les décisions sont analysées et suivies par tous les autres (MOTTIS et ZARLOWSKI, 2003).

La concentration en cours dans le domaine de la notation extra-financière (en 2009, le Groupe RiskMetrics



Graphique 11 : Utilisation des analyses ISR par les fonds classiques



Graphique 12 : ISR et Gestion d'actif

Group a racheté deux acteurs clés : KLD Research & Analytics et Innovest Strategic Value Advisors) va dans le sens de cette constitution progressive de leaders d'opinion.

La diffusion et l'usage des travaux des analystes ISR : un signe clair de convergence

Une des dimensions les plus importantes pour laquelle la convergence semble en cours est liée à l'usage des travaux des analystes ISR.

Sur une période de six ans, on passe d'un usage quasi exclusif de ces études pour des fonds de marché de niche ISR (67 %, il y a trois ans) à un cas marginal (13 % dans trois ans) (voir le graphique 11). Pour presque la moitié des répondants, ces études seront à l'avenir utilisées de façon prédominante pour la gestion de fonds classique. Si convergence entre ISR et *mainstream* il y a, c'est ici qu'elle se manifeste : les critères ESG sont de plus en plus intégrés dans les processus de gestion d'actifs classique (quant à leur matérialité, elle semblerait renvoyer à une certaine réalité en termes de performance financière).

Cette tendance est confirmée par le fait que les gérants d'actifs classiques auraient tendance à réellement intégrer les analyses ISR dans leurs décisions d'investissement : la tendance générale est la disparition des situations où ces critères ne seraient pris en compte que de façon marginale, qui passent de 47 % à 7 % en six ans (voir le graphique 12).

DISCUSSION ET CONCLUSION

La diffusion des critères ISR vers la gestion d'actifs classique est complexe, mais elle pourrait *in fine* conduire la finance traditionnelle à avoir un impact majeur dans la promotion d'activités offrant de meilleures performances sociales et environnementales.

En générant un surcroît de performance économique et

financière grâce à cette meilleure gestion des risques, et donc en jouant sur l'appât du profit, les investisseurs socialement responsables peuvent, en effet, influencer l'ensemble des entreprises pour les rendre plus responsables et pour rendre, du même coup, la société plus efficace (GOLLIER, 2010).

Pourtant, des recherches récentes sur le comportement des analystes financiers ont montré leur difficulté à dépasser leurs modèles financiers classiques et à utiliser des critères non financiers dans leurs jugements (SAGHROUN et EGLEM, 2008). L'objectif de cet article était donc de partir de l'autre extrémité du spectre, en demandant aux analystes ISR eux-mêmes comment leur travail avait évolué et comment ils percevaient leur positionnement dans l'industrie de la gestion d'actifs.

Cette étude tend à montrer que la convergence de l'ISR avec le *mainstream* de la gestion d'actifs semble clairement engagée. Les travaux et les thèmes couverts par les approches ISR sont de plus en plus mobilisés par les gérants d'actifs classiques et sont de plus en plus considérés comme ayant un impact grandissant sur leurs décisions. Dans les études les plus récentes portant sur les pratiques d'intégration de critères ESG (NOVETHIC, 2010), la dimension conviction personnelle des acteurs du domaine semble de plus en plus être complétée par les aspects plus classiques de maximisation des performances financières et de réduction des risques (en particulier dans des pays comme le Royaume-Uni, aussi connu pour un réel pragmatisme).

Pourtant, il apparaît également évident que l'ISR est encore un domaine émergent et très fragmenté, ce qui se manifeste par une grande hétérogénéité aussi bien dans le profil de ses acteurs que dans leurs pratiques ou leur positionnement dans leurs organisations respectives. Nous interprétons cela comme le signe d'une phase de profonde transition. L'hypothèse que nous formulons, à ce stade, est que le cantonnement de l'ISR à des marchés de niche est d'ores et déjà dépassé.

Mais jusqu'où le phénomène de convergence ira-t-il ? Il est encore trop tôt pour pouvoir le dire... ■

BIBLIOGRAPHIE

- [1] ARJALIES (D.L.), "Explaining organizational diversity when faced with institutional change, the example of Socially Responsible Investment", Working paper, 2009a.
- [2] ARJALIES (D.L.), "A social movement perspective on finance: how Socially Responsible Investment mattered", *Journal of Business Ethics*, à paraître, 2009b.
- [3] AZOULAY (O.) & ZELLER (V.), « ISR : stratégie de "niche" ou "mainstream" ? », *Revue d'économie financière*, septembre, 85, pp. 191-208, 2006.
- [4] BARON (D.), "A Positive Theory of Moral Management, Social Pressure and Corporate Social Performance", *Stanford University Graduate School of Business Research Paper*, n°1940, 2006.
- [5] BENABOU (R.) & TIROLE (J.), "Individual and Corporate Social Responsibility", *Economica*, 77(305), pp. 1-19, 2010.
- [6] BENCHEMAM (F.) & CHAMBOST (I.), *La RSE : une nouvelle régulation du capitalisme ?*, Conférence RIODD Lille, Juin 2009.
- [7] CAPELLE-BLANCARD (G.) & MONJON (S.), *The performance of socially responsible funds: does the screening process matter?*, Working paper Cepii, October 2010.
- [8] CESPA (G.) & CESTONE (G.), (2007), "Corporate Social Responsibility and Managerial Entrenchment", *Journal of Economics and Management Strategy*, 16, pp. 741-77, 2007.
- [9] DEJEAN (F.) (2006), « La création du marché de l'ISR en France : logique d'offre et stratégie de communication », *Revue d'économie financière*, septembre 85, pp. 273-284, 2006.
- [10] EFAMA, *Annual asset management report: facts and figures*, European Fund Asset Management Association, July 2008.
- [11] EUROPLACE, *Rapport de la Commission Europlace : Investissement Socialement Responsable*, 2008.
- [12] EUROSIF, *European SRI study, SRI studies*, 2008.
- [13] FRIEDMAN (M.), "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits", *The New York Times Magazine*, September 13, 1970.
- [14] GOLLIER (C.), « Finance Durable et Investissement Responsable », in *Le financement de la Croissance Verte*, Rapport du Conseil Economique pour le Développement Durable, 2010.
- [15] LANDIER (A.) & NAIR (V.), *Investing for change: Profit from responsible investment*, Oxford University Press, 2008.
- [16] LEWIS (A.) & JURAVLE (C.), "Morals, Markets and Sustainable Investments: A Qualitative Study of Champions", *Journal of Business Ethics*, 93(3), pp. 483-494, 2010.
- [17] MARGOLIS (J.), ELFENBEIN (H.) & WALSH (J.), *Does it pay to be good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance*, Harvard University working paper, 2007.
- [18] MERCER, *Shedding light on responsible investment: approaches, returns and impacts*, Report, 58 p., 2009.
- [19] MOTTIS (N.) & PONSSARD (J.-P.), « L'influence des investisseurs institutionnels sur le pilotage des entreprises », *Revue Française de Gestion*, Janvier 2003.
- [20] MOTTIS (N.) & ZARLOWSKI (P.), « Relations investisseurs et contrôle des marchés financiers », *Revue Française de Gestion*, vol. 29, n°147, Novembre /Décembre 2003.
- [21] NOVETHIC, *L'essentiel de l'ISR*, n°13, janvier/février 2008.
- [22] NOVETHIC, *Chiffres 2008 et analyse du marché français de l'ISR*, 2009a.
- [23] NOVETHIC, *L'essentiel de l'ISR*, n°17, janvier/février 2009b.
- [24] NOVETHIC, *Perception et pratiques d'intégration ESG*, décembre 2010.
- [25] ODDO, *Convictions ISR 2010*, Oddo Securities, Janvier, 31 p., 2010.
- [26] PORTER (M.) & KRAMER (M.), "The competitive advantage of corporate philanthropy", *Harvard Business Review*, 80 (9), pp. 48-58, 2002.
- [27] PORTER (M.) & VAN DER LINDE (C.), "Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship", *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), pp. 97-118, 1995.
- [28] SAGHROUN (J.) & EGLEM (J.Y.), « Performance globale et développement durable : la perception des analystes financiers », *Comptabilité, Contrôle, Audit*, 14(1), 2008.
- [29] SCHOLTENS (B.), "Finance as a Driver of Corporate Social Responsibility", *Journal of Business Ethics*, 68(1), pp. 19-33, 2006.
- [30] SPARKES (R.) & COWTON (C.), "The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility", *Journal of Business Ethics*, 52(1), pp. 45-57, 2004.
- [31] UNEP-Fi & MERCER, *Demystifying responsible investment performance. A review of key academic and border research on ESG factors*, 2007.
- [32] US SIF (2008), 2007, *Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*, Social Investment Forum.
- [33] ZARLOWSKI (P.), *Marketing corporate social responsibility in a national context : The case of social rating agencies in France*, in DEN HOND (F.), DE BAKER (F.) & NEERGAARD (P.) (eds), *Managing corporate social responsibility in action : talking, doing and measuring*, Ashgate Publishing, pp. 167-186, 20 p., 2007.