

La finance responsable : une longue histoire

Par Grégoire POSTEL-VINAY,
Ingénieur général des mines

La question des usages moraux de l'argent est fort ancienne. Elle s'est traduite au cours du temps soit par des interdictions de certaines pratiques ou destinations, soit, surtout plus récemment, par des encouragements à privilégier certaines activités, ou pratiques, dans les entreprises et plus généralement des organisations. Cet article reprend et actualise une version écrite en 2011¹, et décrit les critères retenus et leurs principales évolutions, qui sont détaillées par ailleurs dans ce numéro. Il mentionne ensuite des enjeux économiques et industriels au regard notamment du changement climatique, des effets géopolitiques d'approches différenciées, et les implications sur l'action publique que peut avoir la montée en puissance de ces fonds.

Des origines anciennes, religieuses ou philosophiques, entre interdictions et incitations

Des interdits

La question de l'investissement éthique est très ancienne : elle prend notamment sa source dans de nombreux textes fondant les cultures juive, chrétienne ou musulmane. Les débats initiaux portent sur la légitimité ou non d'un taux d'intérêt, aux fins implicites de maintenir les conditions d'une vie commune paisible et prospère d'une communauté, et des relations avec celles qui lui sont exogènes. Les réponses vont selon les périodes de l'interdiction pure et simple, à des conditions relatives à qui l'on prête : pauvre ou riche, frère ou étranger, la notion de fraternité pouvant s'étendre aux proches ou à une nation. Puis viennent la question du niveau légitime du taux et la notion d'usure, des questions au demeurant toujours actuelles.

Ainsi, dans l'Ancien Testament trouve-t-on dans l'Exode : « Si tu prêtes de l'argent à mon peuple, au pauvre qui est avec toi, tu ne seras point à son égard comme un créancier, tu n'exigeras de lui point d'intérêt » (Ex 22,25), prescription qui est étendue à l'étranger pauvre dans le Lévitique : « Si ton frère devient pauvre, et que sa main fléchisse près de toi, tu le soutiendras ; tu feras de même pour celui qui est étranger et qui demeure dans le pays, afin qu'il vive avec toi. Tu ne tireras de lui ni intérêt ni usure » (Lev 35,36). Pourtant, cette exigence ne s'étend pas alors à l'étranger qui n'est pas pauvre : « Tu pourras tirer un intérêt de l'étranger, mais tu n'en tireras point de ton frère ».

Cette obligation d'éviter l'intérêt s'étend à l'humanité dans la tradition chrétienne « (...) Et si vous prêtez à ceux

de qui vous espérez recevoir, quel gré vous en saura-t-on ? Les pécheurs aussi prêtent aux pécheurs, afin de recevoir la pareille. Mais aimez vos ennemis, faites du bien, et prêtez sans rien espérer » (Lc 6, 34-35). Elle se sédimente au Moyen Âge dans le droit canonique par l'interdiction du prêt à usure : *pecunia pecuniam non parit* (« l'argent n'engendre pas l'argent »), qui se fonde aussi sur une vision aristotélicienne dans sa *Politique* : « Aussi a-t-on parfaitement raison d'exéquer le prêt à intérêt, parce qu'alors les gains acquis proviennent de la monnaie elle-même et non plus de ce pour quoi on l'institua, en vue de l'échange. L'intérêt, au contraire, multiplie cet argent même, et l'intérêt est de l'argent d'argent (*νόμισμα νομίσματος*) ; aussi l'usure est-elle de tous les modes d'acquisition le plus contraire à la nature². »

S'agissant du Coran, il interdit également l'usure : l'idée présentée aussi par Jacques Le Goff dans ses travaux sur les intellectuels au Moyen Âge³ selon laquelle le temps n'appartient qu'à Allah, et donc que « vendre du temps » *via* le taux d'intérêt est faire commerce de ce qui n'appartient pas aux hommes. Cela transparait par exemple dans La Génisse : « Ceux qui se nourrissent de l'usure ne se dresseront, au Jour du Jugement, que comme se dresse celui que le Démon a violemment frappé. Il en sera ainsi, parce qu'ils disent : "La vente est semblable à l'usure." Mais Dieu a permis la vente et il a interdit l'usure [...] »⁴. On trouvera un article détaillé sur la finance islamique⁵ dans les *Annales des Mines* de 2012, détaillant en particulier le *mudhârabah*, la *mushâarakah* et s'agissant des placements obligataires, les *sukûks*, ainsi qu'une réflexion

² Aristote, *Politique*, Livre I, X, 1258 b 2-4.

³ Référence à Guillaume d'Auxerre théologien du XII^e et XIII^e siècle auteur de la « *Summa aurea* ».

⁴ Et plus largement dans le Coran XC et XCII.

⁵ <https://www.anales.org/edit/gc/2012/gc108/martin.pdf>

¹ <https://anales.org/ri/2011/ri-mai-2011/postel-vinay.pdf>

sur la compatibilité de la finance islamique avec les critères RSE, et la façon dont elle a montré une résilience face à la crise bancaire de 2008.

Et des incitations

Simultanément, la question de l'emploi de l'argent à des fins utiles, que ce soit pour soi ou pour la communauté, se pose. Dans la tradition juive par exemple avec une exhortation à prendre des risques pour entreprendre, par exemple dans l'Écclésiaste avec une promesse de retour : « Jette ton pain sur la face des eaux, car avec le temps tu le retrouveras » (Ecc 11-1), qui apparaît dans la tradition chrétienne sous forme d'impératif moral – parabole des talents dans ses diverses formes (Lc 19, 12-26) ou dans la doctrine de l'utilisation universelle des biens de Saint Thomas d'Aquin.

Elle va aussi amener à l'évolution des réponses dans le temps à la question du taux d'intérêt, (qui en pratique n'a jamais cessé d'être utilisé, nonobstant les interdits existants, qu'ils fussent ignorés, ou affinés, ou que seule une fraction de la population, parfois interdite par ailleurs pour d'autres métiers, fût amenée à en faire son métier), et aussi en fonction de ceux à qui telle ou telle communauté envisage de faire payer un intérêt. Les arguments classiques en faveur du paiement d'un intérêt tiennent à la préférence de la possession immédiate sur une possession différée, et s'appuient sur des faits de nature : un champ que l'on a cultivé donne à son propriétaire une récolte en sus de la propriété dudit champ, les moutons donnent de la laine... Si des tentatives tardives de voir une économie fonctionner sans intérêt échouent, comme celle de Proudhon au XIX^e siècle, en revanche, un grand nombre de codes monétaires et financiers vont conserver l'interdiction de taux usuraires⁶ (qui en des temps anciens pouvaient, malgré les interdictions, être parvenus à des niveaux extrêmement élevés, comme le denier tiers – 33 % – ou quart – 25 %).

La montée du capitalisme, du XVIII^e au XX^e siècle

Au milieu du XVIII^e siècle, cette question est considérée par John Wesley, le fondateur du méthodisme, comme le second point le plus important des enseignements du Nouveau Testament (ce qui a quelque importance, compte tenu de ce qu'en 2019 il y avait environ 80 millions de méthodistes dans le monde dans 138 pays, dont notamment aux États-Unis⁷ – pays où cette doctrine a une influence notable –, et qu'en 2023, ceux-ci détenaient entre 55 et 60 % de la capitalisation mondiale d'actions). Max Weber en renforce les fondements théoriques⁸. Cela se traduira,

s'agissant de l'investissement collectif, par de premiers outils un peu frustes, dont celui des Quakers en 1923, destiné à éviter aux investisseurs les placements touchant aux jeux d'argent ou à la consommation d'alcool.

S'agissant de l'église catholique, sa doctrine va évoluer en fonction de préoccupations plus récentes, dans le sens de la préservation de l'humanité face aux risques écologiques et sociaux⁹.

On peut aussi noter les actes du colloque des intellectuels juifs de décembre 1987 sur l'argent, où Emmanuel Lévinas, Roger Fauroux, Alain Finkielkraut, Claude Riveline et Gérard Worms, juste après la crise financière d'octobre 1987, tentaient de tirer les conséquences d'une situation où l'argent s'était dématérialisé, affranchi à la fois de la contrainte de l'espace par les TIC et de la contrainte du temps par les marchés à terme, et traitaient des questions relatives au prêt à intérêt¹⁰.

À partir des années 1960, ces outils vont prendre de l'ampleur, se diversifier et se laïciser, par exemple avec le rapport Brundtland en 1980 traitant à la fois d'attentes au regard des droits de l'Homme, de préoccupations pacifistes ou écologistes, du sort de minorités, puis de conformité à l'« Agenda 21 » lié aux accords de Rio : ils seront, par exemple, utilisés pour les mesures économiques anti-apartheid, jusqu'à ce que Nelson Mandela demande la levée de ces sanctions en 1993. Jusqu'à cette date, toutefois, le montant total de ces fonds n'a jamais excédé 1 % de l'épargne investie en actions, et leur rôle économique était donc marginal.

Par ailleurs, les considérations morales à l'origine de ces fonds se diversifient. Aux fonds éthiques (au départ, fondés surtout sur la préoccupation de ne pas financer des activités jugées répréhensibles) s'ajoutent des fonds RSE (qui tendent à considérer que l'attention portée à la responsabilité sociale et environnementale est gage d'un bon développement, lui-même moralement souhaitable).

L'apparition des fonds RSE

Mais c'est surtout avec la croissance très importante des fonds de pension, et de façon générale de la gestion collective de l'épargne, que ces fonds prennent leur essor. En 2000, une étude du laboratoire d'économétrie de l'École polytechnique fait apparaître que 10 % des fonds d'actions gérés aux États-Unis intègrent des critères éthiques ou de responsabilité sociétale,

⁶ En France, par les articles L.313-5 à 9 du code monétaire et financier et par les articles 314-6 à 9 du code de la consommation https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000033230759/

⁷ <https://worldmethodistcouncil.org/member-churches/name/usa-united-methodist-church/>

⁸ "Die Protestantische Ethik und der Geist des Kapitalismus", Max Weber, 1904-1905.

⁹ Encyclique *Laudato Si* du 24 mai 2015 sur l'environnement peu avant la COP 21, https://www.vatican.va/content/francesco/fr/encyclicals/documents/papa-francesco_20150524_enciclica-laudato-si.html et *compendium* sur la doctrine sociale de 2004, https://www.vatican.va/roman_curia/pontifical_councils/justpeace/documents/rc_pc_justpeace_doc_20060526_compendio-dott-soc_fr.html

¹⁰ Actes du colloque de décembre 1987, paru chez Denoël en 1989, https://www.persee.fr/doc/ether_0014-2239_1990_num_65_2_4264_t1_0299_0000_4

ce qui constitue un phénomène d'une ampleur nouvelle¹¹.

Le début des années 1990 voit se tenir, dans diverses enceintes comme l'OCDE, des débats théoriques sur le bon « mode de gouverne » des entreprises. Schématiquement, ces débats opposent le « modèle rhénan », qui donne une part importante à l'ensemble des « parties prenantes » des entreprises, au « modèle anglo-saxon », qui érige l'actionnaire en seul juge, avec des arguments liés à la fois à la prééminence de la propriété individuelle et à l'efficacité. Le second modèle triomphera. Mais cette victoire, par son ampleur même qui contribue à forger des fortunes énormes et à accroître les inégalités, amplifiée par le développement d'oligopoles de grandes plateformes numériques, va susciter un premier retour de balancier, et ce, sous deux formes...

L'une, en quête de cohérence interne à une théorie, va conduire à l'efflorescence de fondations d'intérêt général, conçues pour recycler les capitaux ainsi accumulés ; à des appels récurrents à une meilleure régulation financière (en dernier lieu, dans le cadre du G20) ; et à la recherche d'outils internationaux régaliens (fiscaux ou normatifs), qui donnent des signaux de prix permettant d'internaliser les coûts des externalités négatives (environnementales et sociales). En France par exemple, cela donnera lieu à l'amélioration des règles relatives aux fondations (en 2002 et 2005, puis lors de multiples modifications fiscales). Aux États-Unis, ces fondations ont un poids nettement plus important, et participent par exemple au développement des universités.

L'autre mènera à la croissance des fonds dits de responsabilité sociale et environnementale et à la tentative de forger et d'affiner une théorie qui permette leur développement, en agissant sur la gouverne des entreprises, indépendamment d'un cadre juridique qui leur soit imposé (tout en respectant les lois existantes). Il s'agit alors de ce qui peut se formuler ainsi : « Puisque le pouvoir est à l'actionariat, il faut qu'il l'exerce pleinement, dans toutes ses composantes de responsabilité ». Cette seconde tendance va aussi s'accompagner d'un cadre légal : national, avec la loi PACTE en France et les entreprises à mission ; européen, dont la CSRD est le dernier avatar et le plus contraignant. À noter que ce cadre n'est pas homogène à l'échelle mondiale, et a fait l'objet de contre-réactions¹².

¹¹ Étude réalisée en marge du rapport demandé par la DiGITIP (ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie) sur l'impact des fonds salariaux étrangers sur la gestion des entreprises et intégrée dans les annexes du rapport ; voir <http://www.ensmp.fr/industrie/digitip/osi/000721fondsethiques.pdf>. D'autres sources plus générales ont été regroupées sur le site : <http://www.admi.net/obs/orse.html>. Voir aussi www.orse.org et <http://www.globalreporting.org/NR/rdonlyres/660631D6-2A39-4850-9C04-57436E4768BD/0/G31GuidelinesinclTechnicalProtocolFinal.pdf>

¹² Voir par exemple l'article de Pascal Demurger dans ce numéro, et la réaction de BlackRock en 2022 au retrait de fonds de pension de Texas, Floride, Virginie, ainsi qu'aux prises de position de Musk contre l'ESG.

Des critères multiples

Les objectifs que se donnent ces fonds ne sont pas uniformes. Schématiquement, on peut les regrouper en quatre grandes catégories.

Les fonds excluant les activités interdites par les premiers fonds éthiques (“sin products” : littéralement « produits du péché »)

Ceci concerne les entreprises d'armement, le tabac, l'alcool, certains jeux¹³...

Les fonds excluant les activités soulevant des préoccupations d'ordre environnemental

Sont concernées :

- Les industries jugées nuisibles en raison de leurs émissions de gaz à effet de serre ou de leurs rejets polluants.
- Les industries du secteur nucléaire : en ce domaine, les positions ont varié dans le temps et selon les pays, s'agissant du nucléaire civil. Les premiers fonds ne prenaient pas en considération des questions comme l'effet de serre et excluaient simplement le nucléaire. La décennie 2000 a conduit à certaines évolutions plus favorables au nucléaire civil, avec la remontée des coûts de l'énergie et une perception accrue des enjeux climatiques. L'accident de Fukushima en 2011 a de nouveau infléchi la majorité de ces fonds dans le sens d'une exclusion. Le balancier est reparti en sens inverse au début de la décennie 2020, avec en Europe, des débats houleux principalement franco-allemands liés à la taxonomie européenne¹⁴, aboutissant à un compromis qui accepte le gaz, co-produit nécessaire du développement des ENR, et le nucléaire, indispensable quantitativement pour répondre aux enjeux du besoin accru d'électricité, et en particulier d'électricité pilotable¹⁵, et aussi au regard des considérations de très long terme sur la demande d'énergie mondiale et le besoin d'électricité de pays émergents.
- La destruction massive de forêts tropicales, les atteintes à la biodiversité.
- La production de pesticides ou le recours massif à ces derniers en agriculture.
- Les exploitations minières portant une atteinte excessive à l'environnement.
- Les atteintes jugées abusives à la vie animale ou au vivant (fourrures de bébés phoques, cosmétiques ou médicaments ayant recours à certaines expérimentations animales, voire parfois recours aux OGM...).

¹³ Il s'agit notamment des jeux d'argent. Le positionnement des fonds éthiques au regard des jeux multimédia émergents n'est ni uniforme ni clair, compte tenu de la grande diversité de ces jeux ; il s'agit souvent de limiter la violence ou les processus addictifs.

¹⁴ https://france.representation.ec.europa.eu/informations/taxonomie-verte-mode-demploi-2022-01-13_fr

¹⁵ Voir « Le nouveau nucléaire », *Responsabilité & Environnement - Annales des Mines*, janvier 2024 : https://annales.org/re/2024/re_113_janvier_2024.html

Les fonds excluant les activités liées à des pratiques sociales jugées inadéquates

Il s'agit des fonds liés aux pratiques sociales suivantes :

- le non-respect du droit syndical ;
- un respect insuffisant des critères d'hygiène et de sécurité pour les salariés ;
- la pratique de la corruption active ou passive, ainsi que les donations à des partis politiques en dehors des limites légales¹⁶ ;
- l'existence de pratiques discriminatoires ou d'une inégalité des chances¹⁷ ;
- l'absence, à l'égard des salariés, de transparence sur les pratiques du groupe au regard de critères éthiques ;
- l'investissement dans des pays dont le régime fait l'objet de sanctions par la communauté internationale au titre des atteintes aux droits de l'Homme (Afrique du Sud dans le passé, Birmanie... – le caractère « à double tranchant » de ces positions donne lieu, du reste, à certaines évolutions de ces fonds).

Les fonds apportant un soutien explicite à des minorités ou à des populations défavorisées

Sont notamment concernés :

- Le soutien à des investissements dans le tiers-monde, à des fins d'aide au développement (cf. par exemple, l'octroi déconcentré de microcrédits selon les idées de Yunus).
- Le soutien à des minorités ethniques ou à des minorités sexuelles, ou le soutien à des actions relatives à la famille, aux enfants, aux femmes, etc. (à noter que l'on trouve dans ces derniers critères, l'expression de valeurs parfois en opposition frontale : il n'y a pas un « politiquement correct » uniforme des fonds éthiques). Ces fonds « communautaires » auraient représenté 5,4 milliards de dollars à la fin de 1999, en croissance de 35 % par rapport à 1997. Leur diversité rend difficile des agrégations statistiques de leurs actions. À titre d'exemple, le fonds mondial dédié à la lutte contre le sida, la tuberculose et le paludisme annonce dans son rapport de 2023 avoir sauvé 59 millions de vies depuis sa création en 2002 ; investit 2 milliards

¹⁶ Cette exclusion pose un problème de cohérence, car les limites légales varient dans de larges proportions d'un pays à l'autre, tandis que les entreprises, comme les fonds d'investissement, sont de plus en plus mondialisées. À titre d'exemple, aux États-Unis, il n'y a pas de limite à ce que les entreprises peuvent apporter aux candidats ; les élections présidentielles de 2019 ont ainsi mis en œuvre environ 1,3 milliard de dollars pour les deux finalistes. En France, les montants sont plafonnés et de deux ordres de grandeur inférieurs : 16 851 000 euros pour chacun des candidats et candidates présents au premier tour de scrutin ; 22 509 000 euros pour chacun des candidats et candidates présents au second tour.

¹⁷ On mentionnera, comme dérivé de cette question, un traitement jugé abusivement différencié des salariés d'un même groupe, selon qu'ils se trouvent dans le tiers-monde ou dans un pays développé (par exemple, pour le traitement du sida).

de dollars par an ; et cherche des effets leviers avec des fondations aux objectifs proches¹⁸.

Une étude d'Eurosif (The European Sustainable Investment Forum) publiée en 2010 décrit de la façon suivante l'engagement actionnarial, sur environ 5 000 milliards d'euros touchés directement ou indirectement par les critères de l'investissement socialement responsable (ISR) en Europe : 1 200 mds€ concernent des critères soit d'exclusion multiple soit de « meilleur dans sa catégorie » ; 986 mds€ sont liés à des exclusions simples, 1 514 mds€ résultent d'engagements sur des critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance ; et 2 828 mds€ sont fondés sur des approches intégrées.

S'agissant des obligations vertes, un rapport de 2024 de Climate Bonds Initiative portant sur 106 pays et 64 monnaies évalue leur montant à 4,4 T\$, dont 2,8 T\$ d'obligations « vertes », 821 G\$ d'obligations fléchées vers des enjeux sociaux, 768 G\$ orientés plus généralement vers des objectifs de soutenabilité¹⁹.

Des évolutions récentes

Trois approches conceptuelles dans le monde

Dans le monde, le développement d'outils conceptuels progresse en empruntant au moins trois voies principales :

- une approche d'inspiration managériale, la Global Reporting Initiative (GRI)²⁰ ; dans un esprit voisin, le "Global Ethical Finance"²¹ se fixe des objectifs chiffrés soit d'accroissement d'investissements en faveur d'actions pour le développement durable, soit de réduction de certains financements (par exemple les aides aux productions ou consommations d'hydrocarbures). Globalement, la lutte contre le changement climatique tend à prédominer²² ;
- une approche par les normes (cf. la norme ISO 26 000 qui a vu le jour à la fin de 2010, ou les normes ISSB²³) ;
- des initiatives politiques dans le cadre du G20, tendant à légitimer et renforcer le développement de fonds RSE.

Un fort développement aux États-Unis

¹⁸ <https://www.theglobalfund.org/en/results/> et https://www.theglobalfund.org/media/11613/strategy_globalfund2023-2028_narrative_fr.pdf

¹⁹ https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sotm23_02h.pdf

²⁰ Qui vise à une certaine universalité, modulée cependant par le respect de la diversité des cultures.

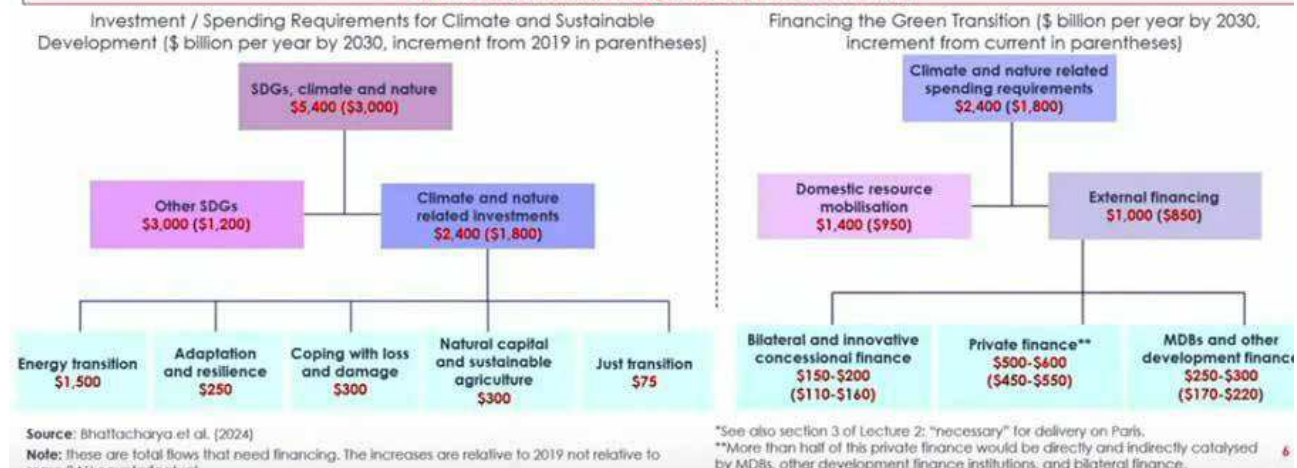
²¹ <https://www.globalethicalfinance.org/2024/05/13/gefi-insight-series-climate-and-nature-finance-time-for-action/>

²² Voir par exemple le détail des priorités des fonds dans le rapport 2023 d'Eurosif notamment figures 4, 12 à 15 : <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2023/05/Eurosif-Report-on-Climate-related-Data.pdf>

²³ Exposé de Sue Lloyd, vice-présidente du ISSB, le 30 avril 2024 : <https://www.pjie.com/sites/default/files/2024-04/2024-04-30llyodppt.pdf>

Creating finance for necessary* \$2.4trn p.a. of climate investment, by 2030 in EMDEs (other than China): collaborations to manage and share risk

The four sources (DRM, private, MDBs, concessional) are complementary and mutually supportive. Different activities will need different mix of financing. Private sector is deterred by actual and perceived risk. By managing and reducing risk through appropriate collaborations, particularly involving MDBs, and through guarantees, etc., can bring down cost-of-capital. See work of Independent High-Level Expert Group on Climate Finance (Bhattacharya, Songwe, Stern) for COPs 26, 27, 28.



« Créer les 2,4 trillions de dollars par an requis pour les investissements mondiaux pour le climat »
 (Source : conférence de Nicholas Stern, Peterson Institute for international economics, 17 avril 2024).

Aux États-Unis, la croissance de ces fonds s'est accélérée durant la décennie 2000. Le développement de l'intermédiation financière éloignant *de facto* les épargnants de leurs choix d'épargne, une demande s'est fait jour qui a abouti à ce que 10 % des actifs en actions répondent, d'une façon ou d'une autre, à des critères éthiques explicitement formulés par les gestionnaires spécialisés. Une douzaine de critères prédominaient alors, qui sont par ordre décroissant d'importance : le tabac, les armes, l'environnement, l'égalité des conditions de travail, les produits et services qualifiés d'éthiques, les alcools, les jeux d'argent, les relations avec les minorités, les droits de l'Homme, les conditions de travail, l'investissement en faveur de certaines communautés, l'expérimentation animale. Le changement climatique est depuis passé en première priorité. À noter que la bulle Internet a favorisé le changement d'échelle de ces fonds : la sobriété numérique n'était pas une préoccupation au début des années 2000 (et la consommation des réseaux était alors beaucoup moindre, tandis que les très grosses sources de consommation, cryptoactifs, intelligence artificielle, n'existaient pas), et l'investissement dans le numérique apparaissait en revanche comme cochant un grand nombre de cases de la RSE, tout en assurant la meilleure rentabilité du capital.

Surtout, deux évolutions majeures se font jour :

- On passe de systèmes d'exclusion pure et simple à des approches moins manichéennes et économiquement plus efficaces, où l'investissement dans l'entreprise est lié à des rapports d'activité spécifiques montrant les efforts engagés et les progrès obtenus chaque année dans les domaines surveillés.

- À côté des critères d'exclusion sont apparus des domaines d'investissement privilégiés (développement, lutte contre l'effet de serre, biodiversité...). Toutefois, le mandat de Donald Trump s'est traduit par une minimisation des enjeux environnementaux, suivi par plusieurs États ou certains magnats, conduisant à l'abandon de critères RSE par certains grands fonds : nouveau retour de balancier par rapport à celui qui avait présidé à leur lancement. *A contrario*, le Peterson Institute mettait l'accent en mai 2024 sur les montants colossaux requis pour se conformer aux objectifs des COP successives sur le climat (que Nicholas Stern évalue à des investissements mondiaux de 4T \$/an d'ici 2030 dont 2,4T \$ hors Chine), et donc sur la nécessité d'orienter l'épargne vers ces investissements²⁴.

En Europe, certains pays du Nord se détachent

C'est au Royaume-Uni que le décollage des fonds éthiques a suivi le plus rapidement celui constaté aux États-Unis, avec, dès la mi-2000, environ 50 milliards de livres sterling investis au travers d'une quarantaine de fonds, suivis de la création du "Footsie for good"²⁵. Les pays du Nord de l'Europe ont investi davantage à partir des années 2000 (Danemark, Pays-Bas, Finlande, mais pas l'Allemagne). Le cas de la Norvège est particulier, qui gère selon des critères éthiques une large partie de son fonds souverain de retraites, lui-même financé par ses ressources pétrolières et gazières.

²⁴ Conférence de Nicholas Stern en avril 2024 (à partir de la 39^e minute : <https://www.youtube.com/watch?v=uwEOfi2bReM>)

²⁵ <https://www.lseg.com/en/ftse-russell/indices/ftse4good>

La France, avec le fonds de réserve des retraites²⁶, le Royaume-Uni, puis l'Allemagne, ont introduit dans leur droit interne la mention de ces critères dans la gestion de fonds de retraite.

La Commission avait songé au départ à réglementer les agences de notation sociale et environnementale, mais la crise de 2002 a provisoirement mis fin à ses ambitions. Toutefois, l'idée de référentiels « communément admis » a ressurgi en 2011, dans le cadre de travaux menés par le Commissaire Barnier (Livre vert portant notamment sur la diversité au sein des conseils d'administration de sociétés cotées) ; le processus a finalement abouti à la mise en place de la directive CSRD²⁷, entrée en vigueur au 1^{er} janvier 2024.

Le décollage en France est récent, mais spectaculaire

En France, le décollage est assez récent, mais spectaculaire : on compte ainsi un fonds créé lors de chacune des années suivantes : 1983, 1985, 1989, 1994, 1995, 1997, suivis de la création de deux fonds en 1998, de sept en 1999, de dix au cours du premier semestre 2000. Mais les montants, inférieurs au milliard d'euros, n'atteignent alors qu'un pour mille du total des OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières) de la place de Paris. L'accélération de ce décollage résulte de multiples facteurs :

- La création en 1997, par les Caisses d'épargne et la Caisse des Dépôts et Consignations, d'un cabinet de conseil et de recherche sur ces fonds, l'Arese, qui sera repris ultérieurement pour devenir Vigéo.
- L'action d'associations comme l'ORSE (Observatoire de la responsabilité sociétale des entreprises), permettant de disposer d'une expertise et de mener des actions de sensibilisation auprès des grandes entreprises²⁸, et qui bénéficiera à ses débuts de l'appui d'une part du patronat chrétien (par exemple Bertrand Collomb).
- La « bulle Internet », qui va un temps faire considérer les fonds RSE, alors fortement pondérés en valeurs des TIC, comme une panacée alliant une surperformance des marchés à la satisfaction d'objectifs sociétaux. La croissance des encours gérés est ainsi de 57 % en 1999 et de 52 % en 2000. Ce phénomène est transitoire, mais il aura néanmoins contribué, comme dans d'autres pays, au changement d'échelle des fonds RSE.
- La création du fonds de réserve des retraites géré selon des critères RSE.

²⁶ <https://www.fondsdereserve.fr/fr/investissement-socialement-responsable/le-frr-et-le-changement-climatique> ; créé en 2001 il a culminé à 40 G€ en 2015. La réforme des retraites a amené à un financement de la CADES à hauteur de 2,5 G€/an réduisant le FRR à 21,3 G€ en 2022.

²⁷ https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en?prefLang=fr&etrans=fr

²⁸ <https://www.orse.org/>

- L'action de centrales syndicales, par exemple la CGC, soucieuse d'un « investissement responsable » par des cadres qui se voyaient bénéficier, au début des années 2000, de plus-values boursières dans des proportions jusqu'ici inconnues ; d'autres confédérations, telle la CFDT, feront de la RSE un axe de travail permanent : en témoignent par exemple la direction de Vigéo prise par Nicole Notat en 2002, son article sur la performance responsable des entreprises²⁹ en 2011, puis le rapport Notat-Sénard de mars 2018 préfigurant la création des entreprises et organismes à mission dans la loi PACTE.
- L'adaptation du droit fiscal français en 2008-2009 permettant l'accueil de fonds islamiques, selon les recommandations du rapport Pastré sur les "Sukuk" et "Murabaha". Il est à noter que ces fonds³⁰ ont globalement mieux résisté que d'autres à la crise financière, et qu'ils ont crû dans le monde de 700 G\$ en 2008 à 1 540 G\$ en 2012, et environ 3 700 G\$ en 2024.
- Les travaux du Centre d'analyse stratégique du Premier ministre relatifs à la prospective du travail et de l'emploi à l'horizon 2030, qui comportent des recommandations sur la RSE.
- Les publications de rapports ayant trait à la RSE par les entreprises (notamment les plus grandes) en application de l'article L.225-102-1 du Code de commerce modifié en 2010 et en dernier lieu le 1^{er} août 2023³¹.
- Plus récemment, la montée de la demande de sens du salariat jeune, dans un contexte de tension sur les recrutements. Ainsi, un jeune sur cinq aurait-il déjà changé d'emploi pour des raisons écologiques, ou envisage de le faire pour des raisons éthiques. Le dernier rapport "Gen Z and Millennial Survey" de Deloitte indique que 70 % considèrent crucial que les entreprises agissent contre le changement climatique, et 25 % se renseignent sur les politiques environnementales des entreprises avant de postuler. En outre, 54 % de la génération Z et 48 % des millennials font pression sur leurs employeurs pour des actions climatiques, chiffre en hausse depuis 2022.

Les implications des fonds éthiques en termes de compétitivité des entreprises et de politique économique

Plusieurs questions se posent lorsque l'on veut mesurer les impacts de ces fonds sur l'activité...

²⁹ <https://annales.org/ri/2011/ri-mai-2011/NOTAT.pdf>

³⁰ <https://www.mordorintelligence.com/fr/industry-reports/global-islamic-finance-market>

³¹ https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000047926145

La question de l'efficacité économique

L'efficacité économique des fonds éthiques ou RSE se heurte à diverses critiques. Cette question ne paraît pas définitivement tranchée : en faveur d'une réponse positive, on trouve la littérature managériale de type *"ethics pays off"*, une certaine résilience des fonds RSE (et des fonds islamiques) aux secousses liées à la crise financière... Enfin, citons le rapport de 2010 de Novethic : « 84 % des investisseurs considèrent que la prise en compte des critères ESG (environnementaux, sociaux, de gouvernance) représente un type de gestion qui maximise l'intérêt des bénéficiaires sur le long terme. C'est un point clé, dans la mesure où il y a encore cinq ans les investisseurs considéraient que l'intégration ESG pouvait être contraire à leur responsabilité fiduciaire. » D'autres éléments, moins positifs, arguent soit du caractère encore indécidable de l'impact à long terme des critères, soit de la part encore faible prise par ces fonds dans la finance mondiale, les économies restant *de facto* guidées par des considérations souvent à plus court terme. Sur une vingtaine d'années, toutefois, on constate une forte croissance des actifs gérés selon des critères RSE, tandis que ces critères continuent de s'affiner : c'est le cas avec la taxonomie pour l'énergie, par exemple, et la directive CSRD force les différentes parties prenantes à structurer davantage leurs approches.

En termes de politique économique, cela plaide en faveur du soutien à la recherche sur les fonds éthiques et RSE et sur leurs effets, et aussi en faveur d'un suivi des outils qui les ont mis en œuvre à grande échelle, comme le fonds de réserve des retraites.

La réalité des pratiques au regard des annonces – l'écoblanchiment

La réalité des pratiques au regard des annonces est une seconde question ouverte ; en matière de politique publique, cela plaide en faveur de la nécessité de disposer de formes de certification sur des référentiels, et d'agir en vue de l'élaboration et de la mise en œuvre de normes internationales, au besoin *via* des expertises de chercheurs (ce qui a été le cas pour l'ISO 26 000). Cela plaide aussi pour une transparence des critères, laquelle a fait, en France, l'objet de communications de l'AMF³².

Plus globalement, la croissance de la finance durable et la création de jurisprudence par leurs gestionnaires peuvent conduire, à terme, à une éviction des entreprises qui ne se conformeraient pas à leurs critères de la part des marchés de capitaux gérés selon des critères de durabilité. Une mise à l'écart souvent justifiée, du point de vue de la RSE (par exemple, le principe de « nommer pour faire honte », ou bien la logique poussant à l'adoption par anticipation de normes environnementales plus contraignantes, et bien sûr la conformité au droit de la consommation pour éviter les allégations trompeuses). Il faut cependant éviter des cas d'éviction injuste ou contreproductive :

- Certaines entreprises, notamment des PME, ne peuvent se livrer à des analyses très complexes et approfondies de leurs analyses en cycle de vie, faute de moyens et de données : leur imposer *via* leurs grands donneurs d'ordre ou leur banquier des contraintes excessives dans un contexte de concurrence mondiale ouverte peut avoir des effets contre-productifs, soit de délocalisation soit de fermeture pure et simple au profit de zones moins contraintes.
- D'autres peuvent *de facto* se comporter selon des critères RSE mais ne pas satisfaire à une présentation purement formelle.
- Les critères imposés par des analystes financiers peuvent être inadéquats : il en est ainsi souvent des contrats garantissant une électricité « verte ». Qui supposent, à état donné du parc de production électrique, que le fournisseur qui garantit des électrons « verts » à un client soit *de facto* amené à fournir des électrons « bruns » simultanément à d'autres, faisant ainsi d'un contrat un argument d'écoblanchiment sans effet réel sur les émissions globales.
- Des concurrents d'une entreprise donnée peuvent lancer des campagnes de dénigrement qui affecteront sa valeur, à l'occasion par exemple d'une fusion ou acquisition en cours. Donner à de telles campagnes une audience démesurée ne sert pas, en fait, des objectifs de développement durable.

Pour éviter les excès, il importe donc d'avoir en la matière une expertise forte, et, de plus en plus, reconnue au plan international, en termes de critères. En effet, les données doivent être fiables, homogènes pour pouvoir être comparables d'une entreprise à l'autre, et certifiées par un tiers externe et neutre ; autant de conditions qu'il n'est pas toujours facile de réunir.

L'article d'Anne-Catherine Husson-Trahoré dans ce numéro traite par ailleurs extensivement du *greenwashing*.

L'incertitude dans laquelle les fonds éthiques et socialement responsables peuvent mettre les entreprises

L'insécurité juridique que peuvent générer ces fonds existe tout d'abord dans les pays développés. Par exemple, des « traitements discriminatoires » (sous forme de discriminations positives) sont requis par certains de ces fonds aux États-Unis (dont le cadre légal fait cohabiter des communautés disparates), alors que la tradition, constitutionnalisée, des pays de droit romain est différente, et que notre interprétation des droits de l'Homme trouverait illégales certaines de ces discriminations.

Des difficultés peuvent également exister entre pays développés et PVD : le critère du simple respect du droit local n'est pas suffisant aux yeux des fonds pour les pays qui ne respectent pas le cadre fixé par le droit du travail en vigueur dans les pays développés (par exemple, l'interdiction du travail des enfants, ou certaines normes environnementales). Mais une transposition brutale de critères de pays développés dans des PVD est également contreproductive : il faut

³² <https://www.amf-france.org/fr/reglementation/doctrine/doc-2021-03>

donc que l'entreprise assume une position médiane, génératrice de risques, tant vis-à-vis des droits locaux que vis-à-vis de son actionnariat. Dans un tel contexte, on peut craindre des situations de sous-investissement, qui sont elles aussi contreproductives. D'où la nécessité d'études de cas, nombreuses et tenant compte de la diversité des situations.

De façon générale, l'articulation entre le « bien » tel que le conçoivent ces fonds, opérant à échelle mondiale, et le « bien » vu comme la conformité à la loi varie selon les États et pose la question de la confrontation avec les lois. À cet égard, la réponse de l'ISO 26 000 (à savoir la nécessité de respecter les droits locaux) est un compromis minimal qui laisse bien des questions en suspens. De façon optimiste, on peut y voir une illustration du fait que les échanges internationaux peuvent être une source d'amélioration des processus législatifs, ce que notait déjà Montesquieu, au Livre XX de *De l'esprit des lois*. En tout état de cause, il y a une sorte de compétition entre les règles édictées par les États et celles qui le sont, implicitement ou explicitement, par les fonds RSE.

Les impacts sectoriels

On peut :

- se réjouir de la prise en compte des émissions de gaz à effet de serre *via* ces fonds, notamment sur les marchés d'États ayant conservé des positions diplomatiques dilatoires à cet égard ;
- suggérer que certaines industries à risques ne fassent pas l'objet d'une mise à l'index systématique, mais plutôt de bilans équilibrés et fondés sur de la prospective à long terme³³ ;
- constater que les critères actuels de ces fonds continuent à favoriser *de facto* l'investissement dans le numérique (*cf.* le thème des usages verts des TIC), mais à un degré qui tend à décroître alors que les préoccupations de sobriété numérique, elles, s'accroissent et que la part des gaz à effet de serre liés à l'usage du numérique pourrait doubler d'ici 2030³⁴ ;
- noter que la montée en puissance de ceux de ces fonds qui intègrent des critères environnementaux conduit à renforcer les sources de financement

³³ Voir sur ce point les rapports de l'Agence internationale de l'énergie (AIE) et de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) sur les perspectives énergétiques mondiales à long terme et l'ouvrage de J.-P. Dupuy *Pour un catastrophisme éclairé* (École polytechnique, Centre de recherche en épistémologie appliquée et Groupe de recherche et d'intervention sur la science et l'éthique, pour le Commissariat au Plan, mars 2001). À cet égard, la finance, fût-elle RSE, peut être par nature plus volatile que des réalités physiques face à des situations accidentelles, sauf à s'appuyer sur des perspectives longues et sur des institutions suffisamment solides pour résister à des pressions médiatiques parfois très conjoncturelles.

³⁴ Sur les contributions positives et négatives du numérique à l'effet de serre, voir notamment https://Annales.org/re/2023/re_110_avril_2023.html

d'économies d'énergie, et que le soutien à de tels fonds s'avère bénéfique à plusieurs titres³⁵.

L'orientation de l'épargne

Les raisons qui militent en faveur de l'épargne salariale, et plus généralement de l'orientation vers l'épargne en actions, se heurtent pour une part de la population à des sensibilités qui peuvent être précisément satisfaites par les objectifs des fonds éthiques.

À l'échelle mondiale, le sujet est traité dans la conférence de Nicholas Stern citée plus haut. Les Français affichent quant à eux une préférence pour la sécurité : taux d'épargne très élevé (21 % durant la crise du Covid, 17,5 % encore en 2023, contre 4,6 % aux États-Unis, et de l'ordre de 10 % en Europe) nonobstant un niveau de protection sociale également élevé en comparaisons internationales. Cette épargne, environ 6 000 G€, est cependant peu productive, ce qui freine la reprise économique : si une part sert logiquement à financer l'achat de logements, pour environ deux tiers, elle sommeille sur des comptes bancaires ou est placée en épargne règlementée (assurance vie, livret d'épargne) ; en outre, une part notable de l'épargne la plus active va aux États-Unis³⁶, où elle cofinance des concurrents à la France et à l'UE (choix logiques des épargnants pour des raisons de rentabilité et d'équilibre des risques, mais qui sont un défi pour améliorer la compétitivité tant européenne que nationale). Ces choix affectent le niveau de la consommation, mais surtout le financement d'investissements productifs et d'innovation. Dans une certaine mesure, l'attrait de placements durables incluant des innovations pour les adaptations et l'atténuation du changement climatique peuvent mobiliser la part de l'épargne la plus passive, et s'orienter en faveur de notre territoire. Le sujet des livrets verts d'épargne et d'autres incitations comparables ont au demeurant animé les débats en 2023.

La facilitation d'un consensus international sur les règles commerciales

La même considération qu'au point précédent vaut dans des organes de gouvernance internationaux, qu'il s'agisse des COP successives ou dans une certaine mesure à l'OMC nonobstant son affaiblissement : certains de ces fonds peuvent apporter des éléments de réponse aux préoccupations qu'y expriment les PVD pour réduire leur écart de croissance avec les pays développés. Il s'agit, d'une part, de mobiliser des fonds pour des formes soutenables de développement (on vient d'atteindre avec un peu de retard les

³⁵ Une telle orientation est favorable à l'industrie et à l'emploi, en réduisant les freins à la croissance générés par le renchérissement des coûts des hydrocarbures. Elle donne des marges de manœuvre macroéconomiques tant en termes de commerce extérieur qu'en termes de maîtrise de l'inflation et de limitation d'une tendance induite à la hausse des taux qui pourrait réduire la croissance de l'Union européenne.

³⁶ Discours d'Emmanuel Macron à la Sorbonne le 24 avril 2024 : « Chaque année, notre épargne, à hauteur d'environ 300 milliards d'euros par an, va financer les Américains » et idée franco-allemande de lancer un produit d'épargne européen : <https://www.ft.com/content/853f0ba0-c6f8-4dd4-a599-6fc5a142e879>

100 milliards de dollars de soutien des pays avancés, et des ressources privées seront aussi nécessaires) mais aussi d'user de l'effet de levier de la maîtrise technologique « verte » par des entreprises multinationales, pour répondre aux enjeux de pays en développement, d'où viendront les principaux accroissements d'émissions de gaz à effet de serre, ou de menaces à la biodiversité³⁷.

Conclusion

Les fonds éthiques et RSE, longtemps restés une réalité économique mineure, sont en passe de cesser de l'être. Ils tendent à combler une attente de l'épargnant, alors même que la population de plusieurs grands pays industrialisés estime que le rôle de régulateur social des États s'amenuise, laissant davantage de place à l'initiative individuelle.

³⁷ L'impératif kantien d'universalisme dans l'expression du droit et du bien, confronté à la mondialisation, pose des problèmes de plus en plus aigus. La solution pratique suppose des « démarches de progrès », qui requièrent de la continuité dans le temps, et auxquelles les fonds éthiques peuvent apporter des outils. De façon plus pragmatique, il est clair que les divergences sur les questions environnementales entre PVD et pays développés (depuis la conférence de Doha en 2001) ne peuvent avoir d'issue autre que celle apportée par des processus continus, parmi lesquels les fonds éthiques peuvent fournir des éléments de réponse.

Leur poids nouveau a plusieurs conséquences en termes de politique économique. Il est probable qu'il y ait intérêt à favoriser leur croissance, tout en facilitant le débat sur la cohérence des critères qu'ils mettent en avant, dans les trois grands domaines que sont les droits de l'Homme (et de leur corollaire, le développement), les aspects sociaux et le développement durable. Cela passe par un suivi des règles de transparence en matière d'information (*a priori* via l'AMF), par des colloques et débats organisés avec des instituts de recherche en gestion et en économie, des écoles, des universités, le Medef, des organisations syndicales, et bien entendu les agences de notation concernées...

La transparence et l'élargissement du choix des épargnants qui en résultera devraient rendre plus facile la nécessaire évolution de l'épargne salariale. Simultanément, les entreprises françaises seront mieux à même de répondre à une demande mondiale émergente des marchés de capitaux au lieu de simplement la subir, en étant exclues de certains d'entre eux. En outre, cette prise en compte est susceptible de conforter l'image de l'entreprise auprès des Français, tâche nécessaire alors que demeure une fracture entre les quelque six millions de salariés du secteur exposé à la concurrence internationale et dégageant des marges de croissance soutenable, et ceux qui apparaissent en majorité moins directement aux prises avec les réalités concurrentielles. Cette tâche de réconciliation est particulièrement nécessaire, si l'on veut répondre aux défis posés par la crise économique, et en sortir par le haut.