PATRICIA CRIFO

*École polytechnique, Crest ;
CIRANO Montréal (Canada)*

NICOLAS MOTTIS

École polytechnique, départ. MIE, I3-CRG

BOUCHRA MZALI

ESG, univ. du Québec à Montréal, CAIMD, UM6P

L'investissement socialement responsable

Succès ou dilution ?

Marginal jusqu'au début des années 2000, l'investissement socialement responsable (ISR) consiste à prendre en considération des critères non financiers, tels que l'environnement et le social, dans le processus d'évaluation des investissements. La succession de scandales environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG), dont la médiatisation a été largement amplifiée par les réseaux sociaux, a contribué à convertir une partie de ces enjeux en des risques extra-financiers. Cette prise de conscience de ce risque extra-financier (El Ghoul *et al.*, 2011 ; Bouslah *et al.*, 2018), a conduit à la migration de la finance dite conventionnelle vers l'ISR ou vers une finance dite durable.

Désormais en finance, le « mainstream » consiste à combiner critères financiers et critères ESG. Dans le seul contexte du marché français, plus d'un tiers des actifs sous gestion, soit près de 1 000 milliards d'euros d'actifs, intégrerait plus ou moins fortement des critères ESG et plus d'un dixième correspondrait à une gestion ISR stricte. On est donc vraiment sorti de la « niche » et le phénomène de forte expansion envisagé il y a une dizaine d'années (Crifo et Mottis, 2011) est bien à l'œuvre. Cette tendance se confirme dans plusieurs autres régions du monde où l'intégration des considérations environnementales ou sociales dans les processus d'investissement, de placement ou de prêt est non seulement déjà adoptée par les investisseurs institutionnels, mais aussi de plus en plus par les petits épargnants.

Depuis la signature en 2015 des Accords de Paris qui ont donné un écho retentissant aux enjeux climatiques, les choses s'accélérent. Les années 2018 et 2019 auront été marquées par des débats intenses autour de la finance verte et du rôle social de l'entreprise et des investisseurs, que ce soit en Europe tout d'abord avec le plan d'action sur la finance durable de la Commission européenne publié en mars 2018, qui vise à développer la finance verte et faire de la finance durable le fer de lance du système financier européen, puis avec les nombreux rapports qui ont suivi. Dans le cas spécifique de la France, le Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises (PACTE) a proposé une réforme ambitieuse de l'entreprise et de sa

gouvernance. Toujours en 2018, au Canada la ministre de l'Environnement et du Changement climatique et le ministre des Finances mettent sur pied un groupe d'experts sur la finance durable, groupe dont le mandat est de cartographier les opportunités et les barrières pour le développement d'une finance permettant, entre autres, de mieux lutter contre les changements climatiques.

Toutes ces initiatives gouvernementales, qu'elles soient nationales, régionales ou transnationales, démontrent clairement l'urgence de comprendre les enjeux ESG et de les intégrer dans les prises de décision tant des ménages que des entreprises et d'autres organisations (régions, municipalités, etc.). L'objectif est, comme l'intitule le groupe d'experts mandatés par le gouvernement canadien, de « mobiliser la finance pour une croissance durable »¹. Cette mobilisation se traduit par plusieurs innovations financières, dont l'émission d'obligations vertes pour financer des projets réduisant l'empreinte carbone ou favorisant une transition écologique.

Cette volonté de renforcer la finance durable est aussi présente dans certains pays émergents, dont le Maroc et la Tunisie, qui adoptent des politiques pour encourager la finance inclusive. Parallèlement à ces initiatives, le courant de l'investissement dit responsable s'impose progressivement au fil de l'adhésion des investisseurs institutionnels aux Principes pour l'investissement responsable (*Principles for Responsible Investment* - PRI) et des banques aux Principes de l'Équateur². Ces principes

1. <https://www.canada.ca/fr/environnement-changement-climatique/services/changements-climatiques/groupe-experts-financement-durable.html>

2. <https://www.nortonrosefulbright.com/fr-ca/centre-du-savoir/publications/60909a05/principes-de-l-equateur-version-4P>

PRI, initiés en 2006 par Kofi Annan, Secrétaire général des Nations unies, et un groupe international d'investisseurs institutionnels, répondent aux attentes d'un nombre croissant d'épargnants exigeant des placements qui prennent en compte leurs préoccupations en matière de développement durable³. Suivie par les principes de l'Équateur (*Principles for Responsible Banking*), cette initiative est désormais une référence de l'industrie financière pour l'identification, l'évaluation et la gestion du risque environnemental et social relatif au financement de projet. Ces deux niveaux d'initiatives montrent un virage assez fort pour que l'entreprise et la finance répondent aux besoins spécifiques de l'économie, mais aussi aux attentes de leurs parties prenantes, dans l'intérêt de la planète et de notre société. Et ce virage est d'autant plus irréversible que même des agences d'informations financières « conventionnelles » intègrent désormais les critères ESG. Ainsi MSCI a acquis l'agence de notation sociale et environnementale KLD (2010), Bloomberg offre pour certaines entreprises des informations ESG et Vigéo et Eiris, qui ont fusionné en 2015 pour renforcer leur place dans ce marché croissant des mesures extra-financières ESG, ont été rachetés en 2019 par Moody's. Les données extra-financières intègrent dorénavant le quotidien d'une grande partie des acteurs financiers.

Les entreprises sont désormais contraintes soit par la réglementation (France, Maroc), soit, entre autres, sous la pression des investisseurs (Canada), à rendre compte de leur performance ESG dans un rapport de développement durable. Peu encadré au

début, ce rapport a progressivement été présenté selon les normes du *Global Reporting Initiative* (GRI-Nations unies), puis de plus en plus selon les normes de SASB (*Sustainable Accounting Standard Board*) qui met en avant une matrice de matérialité sectorielle, matrice qui explicite les risques de l'entreprise aux niveaux ESG en fonction de l'exposition de son secteur d'activité à ces mêmes enjeux ESG. Cette matrice de matérialité offre donc l'opportunité aux entreprises d'aligner leur stratégie sur celle des objectifs de développement durable priorités par leur nation, contribuant ainsi à l'atteinte d'un développement durable collectif.

Le domaine est donc en plein développement et la place nouvelle qu'occupe aujourd'hui la finance durable pose de nombreux problèmes à la fois pratiques et théoriques. En quelques années les recherches sur ce domaine se sont multipliées, non seulement en finance et en économie, mais aussi en stratégie des entreprises, en management, en droit, en marketing, etc. Les travaux foisonnent, comme cela a été illustré par le grand nombre de propositions d'articles reçues pour ce dossier spécial et qui aurait été inimaginable il y a à peine dix ans (*cf.* dossier de la RFG sur l'ISR de 2013). Le processus de révision a donc conduit à retenir quatre articles, qui correspondent en fait à des enjeux majeurs actuels. Le premier article de Gunther Capelle-Blancard, Adrien Desroziers, Alexandre Garel et Arthur Petit-Romec, intitulé « L'investissement socialement responsable. Changement structurel et faux semblant », analyse les raisons pour lesquelles l'ISR

3. En 2018, on compte un nombre total de signataires de 1951 qui représente des investissements d'une valeur de 80 mille milliards \$US selon les données des PRI.

rencontre un grand succès auprès des professionnels de la finance mais pas encore auprès du grand public. Les auteurs proposent deux types d'explications à cette différence de popularité : le public aurait tout d'abord une certaine défiance vis-à-vis des banques et des marchés financiers, défiance susceptible de l'éloigner des produits responsables. La seconde explication renvoie plus fondamentalement à la façon dont les professionnels communiquent sur l'ISR en vantant ses performances financières ou sa résilience et en se gardant bien, le plus souvent, de s'engager sur les aspects extra-financiers. Et ces aspects extra-financiers soulèvent d'ailleurs toute une problématique. En effet, les divers acteurs attendent une information fiable, légitime et crédible pour appréhender voire mesurer la performance des entreprises sur les enjeux ESG. Or, rares au début des années 1990, les agences de notation se multiplient à travers le temps répondant à un besoin croissant tout en créant un malaise et une surabondance de notations.

À cet effet, le deuxième article, intitulé « Mécanismes calculatifs et discursifs dans les notations ESG. Effets sur la légitimité des parties prenantes », par Christel Dumas et Stephanos Anastasiadis, s'intéresse à l'influence des intérêts divergents dans l'industrie de la notation sur les notations ESG (environnementales, sociétales et de bonne gouvernance), et leur évolution au fil du temps. Une analyse longitudinale des données de notation et une observation participante de Forum Ethibelen Belgique montrent que la valorisation et la mise en œuvre du pragmatisme et de la subjectivité ont permis de contrer l'inflation et l'instabilité des notations. Tel que souligné précédemment, de nombreuses initiatives

démontrent le caractère incontournable de la prise en compte des enjeux ESG tant au niveau individuel et corporatif qu'au niveau des États avec leur engagement.

S'appuyant sur une étude de cas d'un investisseur institutionnel français, le troisième article de Vincent Bouchet, intitulé « Les objectifs de développement durable, nouveau référentiel pour mesurer l'impact de l'investissement responsable ? », examine dans quelle mesure le nouveau référentiel apparu avec les objectifs du développement durable (ODD) créés par les Nations unies en 2015, comprenant 17 objectifs et 242 cibles sous-jacentes, peut contribuer à une réelle transformation des pratiques de mesure de l'impact extra-financier en analysant l'appropriation par les acteurs de ce référentiel global « circulant » pour en faire un outil de gestion local, inscrit au sein de l'organisation. L'arrimage sur ce référentiel global renforce l'initiative des Nations unies pour l'investissement responsable (PRI) qui incite ses signataires, dont cet investisseur institutionnel français, à encadrer les activités des entreprises en proposant ou en appuyant des résolutions à caractère social, environnemental ou de gouvernance.

Dans ce contexte, le quatrième article de Vanessa Serret et Carol-Anne Loher-Delalune, intitulé « Quelles sont les incitations à l'engagement actionnarial ? Une étude exploratoire des acteurs de l'écosystème français », présente les motivations et les freins à l'engagement actionnarial en France. En s'appuyant sur des données d'entretiens auprès de quinze acteurs de l'engagement actionnarial en France (fonds de retraite, mutuelle, assurance, société de conseils, etc.) les auteures montrent la complexité de l'écosystème entourant les

sociétés cotées sur le marché français. L'engagement en France apparaît ainsi à la fois comme un phénomène polymorphe (avec prédominance des questions environnementales et de gouvernance sur le social) et aux contours multiples (économique, politique, symbolique), avec des pratiques pouvant s'améliorer. L'action des fonds universels est l'une des forces motrices du phénomène d'engagement tandis que le frein principal est le coût de l'engagement lui-même.

Au-delà de ces quatre contributions originales, que peut-on dire des principaux enjeux théoriques et pratiques actuels de la finance durable ?

D'abord, si l'on prend une perspective historique longue, ce concept de finance durable est incontestablement devenu un succès. Après une longue période de scepticisme, que les auteurs de ce texte ont pu observer pendant des années et jusqu'à il n'y a pas si longtemps, il est rare de croiser aujourd'hui des acteurs des marchés financiers ou des dirigeants d'entreprises qui rejettent cette idée de combiner objectifs financiers et ESG. Qu'est-ce qui pourrait alors pérenniser cette évolution ? Nous avons choisi de mettre l'accent sur six points clés.

1. La formation au sens large

Cela couvre notamment une refonte profonde des programmes de formation pour mieux intégrer ces sujets dès les premiers cycles universitaires et une formation accélérée des réseaux de distribution de produits financiers. Développer la culture générale financière du grand public reste bien sûr un enjeu bien au-delà des questions de finance durable, mais un double goulot

persiste : la bonne compréhension des questions de finance durable par les cadres et dirigeants de tous les secteurs, d'où le besoin de formation universitaire, et la capacité des intermédiaires financiers à expliquer ces produits, leurs avantages et limites, sur l'ensemble du spectre des épargnants (pas uniquement en gestion de fortune), d'où le besoin de faire monter en compétences les réseaux bancaires et d'assureurs.

2. La frontière de l'impact

Alors que l'épargne des ménages est à son plus haut et qu'une demande existe pour financer la transition écologique, le marché de l'ISR ne rencontre toutefois pas encore le succès escompté auprès des particuliers, comme le soulignent Gunther Capelle-Blancard *et al.* dans ce dossier. Parmi les facteurs explicatifs, la complexité du marché et son manque de lisibilité pour les épargnants individuels est un enjeu majeur. Plus d'une dizaine de labels verts et durables ont émergé sur les marchés financiers des États membres de l'Union européenne en l'espace d'une vingtaine d'année depuis la création d'un premier label (Finansol) en 1997 en France. Attribués à quelques milliers de produits financiers, alors que le marché européen compte plus de 60 000 fonds (Novethic, 2019), les labels ISR visent à garantir aux praticiens et aux épargnants la qualité écologique et/ou socialement responsable de leurs investissements (Crifo *et al.*, 2020). Or, la prolifération des labels a tendance à complexifier la lisibilité du marché (Holroyd, 2020). De ce point de vue, l'engouement aussi bien des professionnels que des régulateurs autour de la notion d'impact appelle quelques

remarques. Les travaux menés au sein du comité du label ISR en France en 2018, ou France-Invest-FIR en 2021, ont montré notamment que si la question de l'impact est majeure pour l'ISR en général et pour le développement du label en particulier, il n'en demeure pas moins que de nombreux problèmes techniques se posent, que beaucoup de solutions restent à développer et que le niveau de maturité des acteurs de la place est encore extrêmement variable (Arjaliès *et al.*, 2018).

3. Les enjeux de l'engagement

L'une des pistes évoquées par Vanessa Serret et Anne-Carol Loher-Delalune dans ce dossier spécial pour promouvoir l'engagement actionnarial en France est de renforcer le dialogue entre émetteurs et investisseurs. La création d'une plateforme de dialogue actionnarial, à l'image de ce que les PRI proposent à leurs signataires, pourrait permettre aux investisseurs de mettre en commun leurs revendications et d'engager un dialogue, le cas échéant, avec l'émetteur. Ce renforcement faciliterait la formation de coalitions. C'est ce qui est en cours d'élaboration au sein de deux organisations de la place parisienne, le Forum pour l'investissement responsable et finance for tomorrow, qui devraient au cours des prochaines années contribuer à professionnaliser ces démarches d'engagement. Une autre piste à considérer serait la « démocratisation » du processus de soumission des résolutions en réduisant, entre autres la contrainte financière pour permettre une plus grande participation des investisseurs de tous horizons. En France,

la part de capital à détenir pour pouvoir déposer une résolution reste trop souvent rédhibitoire pour permettre à des actionnaires, qu'ils soient importants, institutionnels, minoritaires ou individuels, de partager une information ou encore de donner l'alerte concernant un enjeu. Rendre cette « démocratisation » de l'engagement actionnarial accessible à de petits investisseurs, pourrait changer son importance et sa portée en France⁴. Une présence plus forte des investisseurs responsables, qu'ils soient individuels ou institutionnels, auprès des entreprises concernées permettra aussi probablement de rééquilibrer les agendas de leurs dirigeants vers une meilleure prise en compte des enjeux ESG souvent encore écrasés par les demandes puissantes rentabilité/risque des investisseurs traditionnels.

4. L'adaptation des cadres réglementaires

Un phénomène marquant de ces dernières années est la forte montée en puissance des régulateurs sur ces questions de finance durable. Alors que ces sujets étaient assez marginaux dans les agendas de l'AMF, de l'ACPR ou de la Banque de France, pour ne citer que la France, il y a quelques années, ils occupent aujourd'hui des équipes musclées et donnent lieu à de multiples commissions et recommandations. Certains aspects, comme le carbone (ou de façon plus générale les gaz à effet de serre), sont maintenant de mieux en mieux appréhendés et on peut supposer que le cadre réglementaire saura les intégrer dans un horizon assez proche, que ce soit au niveau national ou au niveau européen, marqué par un

4. Cet engagement est *de facto* beaucoup plus facile aux États-Unis (Rojas *et al.*, 2012a, 2012b).

foisonnement impressionnant de groupes de travail. Cependant si ce cadre évolue, il reste beaucoup à faire, par exemple sur le périmètre international d'application ou sur certaines dimensions, comme la biodiversité ou l'évitement fiscal, deux paramètres « E » et « G » qui ont un impact majeur sur beaucoup d'organisations.

5. L'extension à toutes les classes d'actifs

Les enjeux ESG font leur entrée dans plusieurs catégories d'actifs allant des infrastructures en passant par les dettes souveraines et municipales. Excluant les actifs immobiliers dont l'impact environnemental est imposant et indéniable, peu d'études ont été réalisées à ce jour sur ces nouvelles classes de placement qui soulèvent des problématiques de fond fort intéressantes mais aussi des difficultés d'intégration des critères ESG. En effet, les difficultés de mesurabilité ESG et de « monitoring » pour ces actifs sont telles que la matérialité des différentes dimensions environnementales, sociales et de gouvernance pour les investisseurs varie non seulement selon le secteur d'activités mais aussi selon la nature de ces actifs. Ainsi, par exemple, l'appréhension, voire la mesure et l'accompagnement habituellement mis en place par les dialogues ne peuvent être déclinés dans la dimension « Gouvernance » dans le contexte d'emprunt souverain. L'évolution très rapide des investissements durables a permis une structuration du marché des notations ESG et leur appropriation par des agences de notations de risque telles que Moodys et MSCI. Parallèlement les grandes organisations internationales (OCDE, Banque

mondiale, Eurostat, etc.) publient depuis des décennies des informations quantitatives à caractère ESG, sur de multiples dimensions très utiles par exemple pour les obligations souveraines. L'analyse de l'adéquation entre ces indicateurs et les notes extra-financières reste un sujet encore peu exploré (voir par exemple [Crifo et al., 2017](#)).

6. Le développement de la finance durable dans les pays émergents

Au niveau international, le déploiement de ces concepts dans les pays émergents soulève la question de la pertinence et de la nécessité de normaliser et de standardiser les mesures et cibles à atteindre. Entreprises, PME et TPE, de nombreux pays émergents, ont déployé des politiques RSE afin de répondre aux exigences de leurs clients/donneurs d'ordres, clients souvent issus de pays où les enjeux ESG sont déjà ancrés dans les stratégies des entreprises. Au Maroc, par exemple, en 2006, le conseil d'administration de la Confédération générale des entreprises du Maroc ayant déjà anticipé la percolation des enjeux ESG priorisés par les entreprises multinationales transigeant avec des entreprises locales, crée une commission « Label RSE ». Ce label a depuis permis à de nombreuses entreprises marocaines de se mettre à niveau et de s'aligner sur des cibles ESG comparables à celles de leurs clients. De plus, les entreprises déployant des politique environnementales et/ou sociales jouissent d'un avantage concurrentiel désormais indéniable ([Dupire et M'Zali, 2018](#)). Parallèlement à cette esquisse de standardisation découlant des délocalisations ou des sous-traitances, l'adhésion aux principes de

l'Équateur de banques telles que la Banque mondiale et la Banque africaine de développement inscrivent les projets qu'elles financent dans ces pays dans cette mouvance d'intégration des critères ESG. Dès lors, ce mouvement accentue la convergence des acteurs financiers, bailleurs de fonds qu'ils soient actionnaires ou créanciers, dans ce nouveau paradigme qu'est la finance durable. Ces phénomènes restent largement à étudier.

En conclusion, si le domaine de la finance responsable a connu un très fort développement depuis une dizaine d'années, les voies de progrès restent nombreuses. Le bouillonnement actuel comporte d'évidents risques de dilution des ambitions des

promoteurs historiques de ces concepts de durabilité dans la finance. Certains produits actuels n'ont en effet de durable que le nom et, comme l'ont illustré les articles de ce dossier, de nombreux aspects techniques restent à traiter. Mais que l'on considère le verre à moitié plein ou à moitié vide, il est évident que la recherche académique – que ce soit en management, en finance, en économie, etc. – a encore du pain sur la planche pour améliorer ce domaine qui est appelé à jouer un rôle majeur dans le traitement des défis de transition qui s'annoncent et dans l'atteinte de nombre des 17 objectifs de développement durable formulés par les Nations unies en 2015...

BIBLIOGRAPHIE

- Arjaliès D.L., Chollet P., Crifo P., Mottis N. (2018). « Mesure d'impact et label SR : analyse et recommandations », Rapport du groupe de travail Impact pour le comité du label ISR.
- Bouslah K., Liñares-Zegarra J.M., Mzali B. et Scholtens B. (2018). "CEO risk-taking incentives and socially irresponsible activities", *The British Accounting Review*, vol. 50, n° 1, January.
- Bouslah K., Kryzanowski L. et M'zali B. (2018) "Social performance and firm risk: Impact of the financial crisis", *Journal of Business Ethics*, February 2016, p. 1-27.
- Crifo P., Durand R., Gond J-P. (2020). "Le rôle des labels dans la finance verte : construction et régulation d'un marché des labels en France", *Revue d'économie financière*, vol. 138, n° 2, p. 209-223.
- Crifo P., Diaye M.A. et Oueghlissi R. (2017). "Measuring the effect of government ESG performance on sovereign borrowing cost", *Quarterly Review of Economics and Finance*, 66, p. 13-20.
- Crifo P. et Mottis N. (2011). « L'investissement socialement responsable en France : opportunité "de niche" ou placement "mainstream" ? », *Gérer et comprendre*, juin, n° 104, p. 14-25
- Dupire M. et M'Zali B. (2018). "CSR strategies in response to competitive pressures", *Journal of Business Ethics*, March, vol. 148, n° 3, p. 148-1-21.
- El Ghoul S., Guedhami O., Kwok C. et Mishra D. (2011). "Does corporate social responsibility affect the cost of capital?", *Journal of Banking & Finance*, n° 35, p. 2388-2406.

- Holroyd A. (2020). « Choisir un finance verte au service de l'accord de Paris. Évaluation des meilleures pratiques en matière de finance verte et d'organisation des places financières dans l'Union européenne », Rapport.
- Novethic (2019). *Panorama des labels européens. Labels européens de finance durable : des référentiels hétérogènes pour des promesses confuses*.
- Rojas M., M'zali B., Turcotte M.F. et Merrigan P. (2012a). "Characteristics of companies targeted by social proxies: An empirical analysis in the context of the United States", *Business and Society Review*, vol. 117, n° 4, p. 515-534.
- Rojas M., M'zali B., Turcotte M.F. et Merrigan P. (2012b). "What explains a negotiated outcome for social policy shareholder resolutions?", *Management Review: An International Journal*, vol. 7, n° 1, summer, p. 17-47.
- Scholtens B. et Zhou Y. (2008). "Stakeholder relations and financial performance", *Sustainable Development*, n° 16, p. 213-232.
- Scholtens B. (2008). "A note on the interaction between corporate social responsibility and financial performance", *Ecological Economics*, vol. 68, p. 46e55.
- Sharfman M.P. et Fernando C.S. (2008). "Environmental risk management and the cost of capital", *Strategic Management Journal*, n° 29, p. 569-592.
- Strike V.M., Gao J. et Bansal P. (2006). "Being good while being bad: Social responsibility and the international diversification of US firms", *Journal of International Business Studies*, n° 37, p. 850-862.