



# INDUSTRIE DE FONDS ISR ET LA CONSTRUCTION DE LA « VALEUR FINANCIÈRE DURABLE »

Thierry Theurillat, Olivier Crevoisier et Victoriya Salomon

## Auteur-e-s

### Thierry Theurillat, Olivier Crevoisier et Victoriya Salomon

Thierry Theurillat a obtenu une bourse Postdoc avancé du Fonds national suisse de recherche scientifique (FNRS). Il travaille actuellement en tant que chercheur associé au Département de l'Immobilier et de la Construction à l'Université de Hong Kong. Sa thèse de doctorat réalisée à l'Université de Neuchâtel portait sur la question de la financiarisation de l'économie, du développement durable et de la production urbaine en Suisse.

thierry.theurillat@unine.ch

Olivier Crevoisier est professeur et directeur de recherche du Groupe de recherche en économie territoriale (GRET) de l'Institut de sociologie de l'Université de Neuchâtel. Il aborde les phénomènes économiques selon une approche institutionnaliste et territoriale. Ses principaux domaines de recherches sont les milieux innovateurs et l'économie créative, l'industrie financière, et les liens entre valeur économique et valeurs culturelles.

olivier.crevoisier@unine.ch

Victoriya Salomon est doctorante du Fonds national suisse de recherche scientifique (FNRS) à l'Université de Neuchâtel. Elle est membre du Groupe de recherche en économie territoriale. Ses intérêts de recherche portent sur la transition post-crise financière, les circuits financiers alternatifs, la valeur financière « durable » et les nouvelles formes de financement de l'innovation (crowdfunding, crowdinvesting, etc.).

victoriya.salomon@unine.ch

© 2015 by the authors

**ISSN : 1662-744X**

La reproduction, transmission ou traduction de tout ou partie de cette publication est autorisée pour des activités à but non lucratif ou pour l'enseignement et la recherche.  
Dans les autres cas, la permission de la MAPS est requise.



#### Contact:

MAPS - Maison d'analyse des processus sociaux  
Rue A.-L. Bréguet 1  
CH - 2000 Neuchâtel  
Tél. +41 32 718 39 34  
[www2.unine.ch/maps](http://www2.unine.ch/maps)  
[maps.info@unine.ch](mailto:maps.info@unine.ch)

## Résumé

Avec son offre de fonds d'Investissement socialement responsable (ISR), l'industrie de la finance s'inscrit dans le mouvement général de « Développement durable » (DD). Toutefois, malgré la mise en place de dispositifs sociotechniques complexes pour évaluer la « responsabilité » des entreprises, la finance « durable » se heurte à de nombreuses limites. D'une part, la finance et le DD sont mûs par des logiques, des principes d'action et des spatialités complètement différents. D'autre part, seule une validation sociale de la « valeur durable » provenant des milieux non financiers serait à même d'évaluer la durabilité des activités économiques.

## Mots clés

finance durable

ISR

développement durable

responsabilité sociale

durabilité

## Remerciements

Ce working paper est issu d'une recherche financée par le Fonds national suisse de la recherche scientifique (FNSRS). Nous exprimons nos plus vifs remerciements au FNSRS pour leur soutien.

## Introduction

La finance de marché (FM) et le développement durable (DD) représentent deux phénomènes actuels majeurs. Ils sont amenés non seulement à coexister, mais également à s'articuler l'un à l'autre. D'un côté, de fortes injonctions sont adressées aux milieux financiers pour adopter un comportement « responsable ». De l'autre, les entreprises sont invitées à rechercher des formes marchandes susceptibles d'intégrer les principes de durabilité dans leurs activités.

Toutefois, certains auteurs (Theurillat, 2009 ; Harribey, 2003) soulignent que la FM et le DD reposent sur des prémisses largement contradictoires. Ainsi, des réactions rapides à des signaux de court terme constituent le principe même du fonctionnement de la FM, alors que le DD se donne un horizon intergénérationnel. La FM s'appuie sur des algorithmes quantitatifs permettant de réduire ses critères aux seules grandeurs abstraites du risque et du rendement financiers, alors que le DD se veut qualitatif, concret, contextualisé et multidimensionnel. Malgré ces logiques contradictoires, les acteurs financiers proposent depuis une vingtaine d'années des fonds d'investissement « durables » ou « socialement responsables » (ISR). Cet article vise à comprendre, à travers des études de cas, comment ces éléments coexistent dans l'industrie des fonds ISR, pour construire la « valeur financière durable ».

Nous avançons ici l'hypothèse que la finance « durable » reste marquée par la prédominance des modèles opérationnels et des valeurs de la FM. Elle préserve la logique de la théorie du portefeuille (Markowitz, 1959) permettant à l'investisseur de faire un choix d'investissement rationnel basé sur les notions de risque et de rendement. Tout en étant très différentes, les valeurs et, par conséquent, les modalités du DD se trouvent pourtant « forcées » dans le carcan de la FM.

La mise en évidence de cet antagonisme constitue l'objet de la première partie, qui, après avoir décrit la manière dont le DD peut être appréhendé, explique le processus de construction des fonds ISR par l'adjonction de dispositifs d'évaluation « durable » des entreprises parallèlement aux opérations purement financières. Cette manière de procéder n'est pas sans poser des questions car elle repose sur le postulat que le DD est objectivable, de la même manière que le risque et le rendement financiers. Or, le DD ne fait pas l'objet de conventions stabilisées. Personne n'est aujourd'hui à même de dire clairement ce qui est durable et ce qui ne l'est pas, c'est à tout le moins une notion controversée (Boltanski et Chiapello, 1999 ; Zuideau, 2000, Boutaud, 2005). La multiplication des critères d'analyse et la sophistication des modèles de calcul permettent certes de renforcer l'idée que les acteurs financiers sont actifs et s'impliquent pour une meilleure prise en compte du DD dans les placements financiers. Ceci reste cependant largement insuffisant pour surmonter cette absence de convention partagée.

Dès lors, l'industrie des fonds ISR doit jouer non seulement sur des critères objectivables, mais aussi sur la validation sociale de ses activités. Certains établissements développent à l'interne des départements d'analyse « durable » ; d'autres s'allient avec des personnalités (experts, leaders d'opinion), des organisations (agences de notation extra-financière et ONGs) ou des institutions (organisations internationales, comme l'ONU<sup>1</sup>, ou nationales<sup>2</sup>) qui,

---

<sup>1</sup> De nombreuses institutions financières qui offrent des fonds ISR mettent en avant le fait qu'elles appliquent les Principes d'Investissement Responsable soutenus par les Nations Unies (<http://www.unpri.org/about-pri/about-pri/>).

<sup>2</sup> Par exemple, l'association Sustainable Finance Geneva fédère plus de 250 acteurs financiers privés et institutionnels en œuvrant pour la promotion de la finance « durable » en Suisse.

par leur réputation ou leur position, légitiment la « valeur durable » de ces produits financiers, alors que leurs effets concrets, projetés dans un futur lointain, restent pour l'essentiel impossibles à observer et à objectiver.

La deuxième partie montre que les principales limites de la finance « durable » trouvent leur fondement dans cette manière de traiter les questions du DD avec les outils de la FM. Tout d'abord, on met en évidence des spatialités (la concentration spatiale de la finance dans la Global City (Sassen, 1991) par opposition à la dispersion des entreprises et des contextes locaux) et des temporalités de la finance « durable » (les horizons temporels court-termistes des marchés financiers vs le long terme du DD). Dans un second temps, on décrit la manière dont s'opère la validation sociale de la finance « durable » et les limites qu'elle rencontre en raison d'une relation de pouvoir sur le reste de la société. En effet, si certains milieux parviennent à animer le débat médiatique, scientifique et politique autour de la finance « durable », une partie des acteurs qui pourraient la légitimer apparaissent largement sous influence (agences de notation extra-financière, presse financière,...). Ceux qui sont plus indépendants (ONGs, journalistes critiques,...) ne parviennent à faire entendre leur voix que de manière ponctuelle. Enfin, une légitimation par les institutions des Etats fait également largement défaut en raison de l'absence de « *hard laws* » dans ce domaine.

## **1. DD et FM : deux phénomènes largement antagonistes**

Cette première partie décrit le processus de la construction sociale d'une part de la valeur de responsabilité sociale et environnementale et d'autre part de la valeur financière « durable ». En plus des dispositifs techniques et des configurations d'acteurs, l'accent est mis sur l'identification des temporalités et des spatialités inhérentes à ces construits.

### **1.1 DD : une construction sociale basée sur le long terme et la légitimation sociale**

Les institutions internationales (l'ONU notamment) ont joué un rôle majeur dans la formalisation d'un énoncé susceptible d'être adopté comme définition commune de la durabilité. Si la formule générale de Brundtland a été largement adoptée, elle reste très générale et ne parvient pas à fédérer les multiples représentations du DD, ni à régler les contradictions qu'elles présentent entre elles (Bouteaud, 2005). Certains voient même le DD comme une imposture (Latouche, 1999 et 2003).

Les références en matière de durabilité mobilisent des registres d'arguments très hétérogènes en renvoyant à trois grandes visions du DD qui influencent considérablement les manières d'agir (Theys, 2002 ; Da Cunha, 2003 ; Vivien, 2005 ; Maréchal, 2005). Premièrement, l'approche « écocentrée » de la durabilité souligne la dépendance de la société par rapport à la logique de la biosphère (Sachs, 1998). Deuxièmement, l'approche « économique » considère la société et l'environnement comme extérieurs à l'économie. Dans ce cadre, la solution consiste à faire basculer les éléments environnementaux dans la sphère marchande en leur attribuant des droits de propriété, tout en considérant que le but consiste à assurer la croissance, de génération en génération, du revenu par habitant grâce au progrès technologique. Enfin, la vision « socio-centrée » (Sébastien et Brodhag, 2004) appréhende sur un pied d'égalité la complexité des relations que l'homme entretient avec son environnement. L'économie et la société se voient ainsi enchâssées dans l'environnement, mais ce double enchâssement n'étant pas hiérarchique mais interactionniste. Ce sont les « humains » qui actionnent les leviers et il ne peut y avoir de

progrès technologique sans véritable changement des comportements des acteurs (Boidin et Zuideau, 2006 ; Da Cunha, 2003).

Le DD représente ainsi une construction sociale qui pousse la société à agir et à innover dans les domaines économique, social et environnemental, sur un horizon temporel de long terme et dans le cadre d'interdépendances territoriales (global-local) complexes. Dans le champ socio-économique, les innovations « durables » traduisent avant tout une exigence sociale de « faire quelque chose » pour le futur de la planète (Zuideau, 2000 ; Maréchal, 2005). Si cette aspiration est aujourd'hui largement partagée dans la société, son contenu (*que faire ?*) ne fait cependant pas l'unanimité. En effet, cette exigence est largement débattue dans les médias, dans les associations, les organismes publics ou les organisations concernées, mais aucun contenu ne parvient à émerger comme référence universelle.

### 1.1.1 Convention de durabilité : injonction à agir et établir la différence entre « responsable » et « irresponsable »

Si l'on considère le DD comme une construction sociale (Boltanski & Thévenoz, 1991 et Boltanski & Chiapello, 1999 ; Favereau et al., 2002 ; Stark, 2009), il s'avère nécessaire d'explorer la manière dont les acteurs dans différents secteurs économiques s'organisent et mettent en place des dispositifs sociotechniques (Callon et al, 2000 ; Muniesa et Callon, 2008) afin de répondre à la demande sociétale de durabilité ou de responsabilité. La valeur ajoutée économique des produits « durables » renvoie aux différentes modalités de définitions/objectivations et de légitimation de la « valeur socioculturelle durable ». La justification économique réside alors dans le fait que l'on est prêt à payer un prix plus élevé pour un produit « durable » parce qu'on se sent responsable et solidaire d'un avenir meilleur pour notre planète.

Au-delà de la diversité des visions du DD, des situations et des argumentaires, la recherche montre qu'aujourd'hui, la durabilité peut être conçue comme une norme sociale que l'on appellera "responsabilité" (Jonas, 1990 ; Gabriel et Gabriel, 2004; Ingham, 2011). Cette notion est aujourd'hui utilisée par l'ensemble des entreprises qui se préoccupent du DD et se décline comme la responsabilité sociale/sociétale des entreprises (RSE).

Concrètement, la convention de responsabilité est basée sur deux éléments. Premièrement, les entreprises doivent répondre à l'injonction à agir face à l'urgence, principalement environnementale, en se montrant actives et engagées. Que cela leur plaise ou non, qu'elles soient volontaires ou pas, qu'elles sachent quoi faire ou non. Les entreprises vont donc mettre en place des dispositifs techniques et sociaux attestant de leurs activités responsables.

En second lieu, la qualité de cette action est évaluée par rapport aux objectifs de la responsabilité, c'est-à-dire la promesse d'une planète future plus verte et plus juste. Ce second critère soulève de nombreux problèmes car il n'existe pas de critères d'évaluation partagés, établis et univoques. Par exemple, l'utilisation de panneaux photovoltaïques ou de véhicules électriques n'est pas toujours considérée par les spécialistes comme favorisant la durabilité, car la prise en compte de l'énergie grise rend le bilan global controversé. Autre problème tout-à-fait central, le fait que les effets de ces innovations sur l'environnement et la société sont censés être significatifs sur le long, voire le très long terme. Ils ne sont donc pas observables dans l'immédiat, et la validation de l'efficacité de ces activités serait donc impossible. Dès lors, comment peut se construire la « valeur durable » pour le consommateur ?

### 1.1.2 Impossible « objectivité » et nécessité d'une validation sociale de la « valeur responsable »

La construction de la distinction entre « responsables » ou « irresponsable » ne peut donc s'appuyer que difficilement sur des critères objectifs d'efficacité. Elle est par conséquent établie sur la base d'évaluations ad hoc. Comme pour toute valeur sociale, aucune entreprise ne peut elle-même se proclamer responsable. La responsabilité peut être évaluée par une grande diversité de destinataires (la communauté locale, le marché, les sponsors, les médias,...) qui dans certains cas auront un rôle fondamental de tiers-légitimant (Jeannerat et Crevoisier, 2011). La réputation qu'ils participeront à construire peut avoir des effets d'entraînement significatifs. Cette question de la validation sociale et de la réputation peut même prendre le pas sur les effets concrets des actions des entrepreneurs, car ces effets sont difficilement observables.

Les innovations durables apparaissent donc comme des comportements qui seront jugés conformes ou déviants, responsables ou irresponsables. Ceci suppose différents dispositifs d'évaluation – culturelle et économique – de ces comportements – et donc des innovations par lesquelles ils s'incarnent concrètement (Livi et al., 2015). Dans le domaine de l'industrie financière, il s'agit d'identifier ces dispositifs de validation sociale et de voir comment ils sont organisés. Il est important de garder à l'esprit que ce sont bien ces valeurs socioculturelles qui déterminent la valeur économique additionnelle, le surprix que les investisseurs « engagés » sont prêts à payer pour se sentir et être considérés comme « responsables ».

Ce contrôle social, qui s'exerce en principe sur toute la chaîne d'approvisionnement, de production, et de consommation, est relayé par les médias (Livi et al., 2015). C'est lui qui donne sa valeur à l'innovation et qui la relativise par la critique. Il n'y a pas de comportements jugés « responsables » si d'autres ne sont pas sanctionnés comme « irresponsables ». Cependant, ce contrôle social connaît des limites. Par exemple, la non-divulgaration d'informations importantes par des entreprises peut leur permettre de se soustraire à la critique. Elles ne sont toutefois jamais à l'abri d'une stigmatisation.

### 1.1.3 Approche pragmatique de la finance « durable » par les fonds de placement ISR

Sur le plan méthodologique, notre démarche s'appuie sur une approche concrète et pragmatique du DD dites « *Actually existing sustainabilities* » (Krueger and Agyeman, 2005; Krueger and Gibbs, 2007; Theurillat and Crevoisier, 2012), c'est-à-dire sur les dispositifs concrets, développés par les acteurs et qui se réclament de la durabilité. En l'occurrence, les pratiques des acteurs financiers ont pu être examinées dans le cadre de trois projets de recherche menés ces dix dernières années<sup>3</sup>. Différents angles d'approche ont été utilisés pour comprendre le fonctionnement de l'industrie financière contemporaine centrée sur la FM et ses impacts sur le développement régional et urbain. Ces recherches nous ont permis de développer une approche territoriale de la FM (Corpataux et al., 2009 ; Theurillat, 2011 ; Theurillat et Crevoisier, 2011).

La compréhension et l'explication de la construction de la « valeur financière durable » ont été réalisées à partir d'études de cas centrées sur l'industrie des fonds ISR en Suisse occidentale. La « fabrication » de ces produits financiers spécifiques a été examinée sous

---

<sup>3</sup> (1) Reconfiguration du système financier suisse : quelles articulations avec l'économie réelle et les régions ? (2011-2014); (2) Dynamique territoriales de l'innovation financière : le cas de la finance durable à Genève (2011-2012) ; (3) La loyauté dans la gouvernance d'entreprise : le cas d'une filière de placement des caisses de pension suisses (2012).

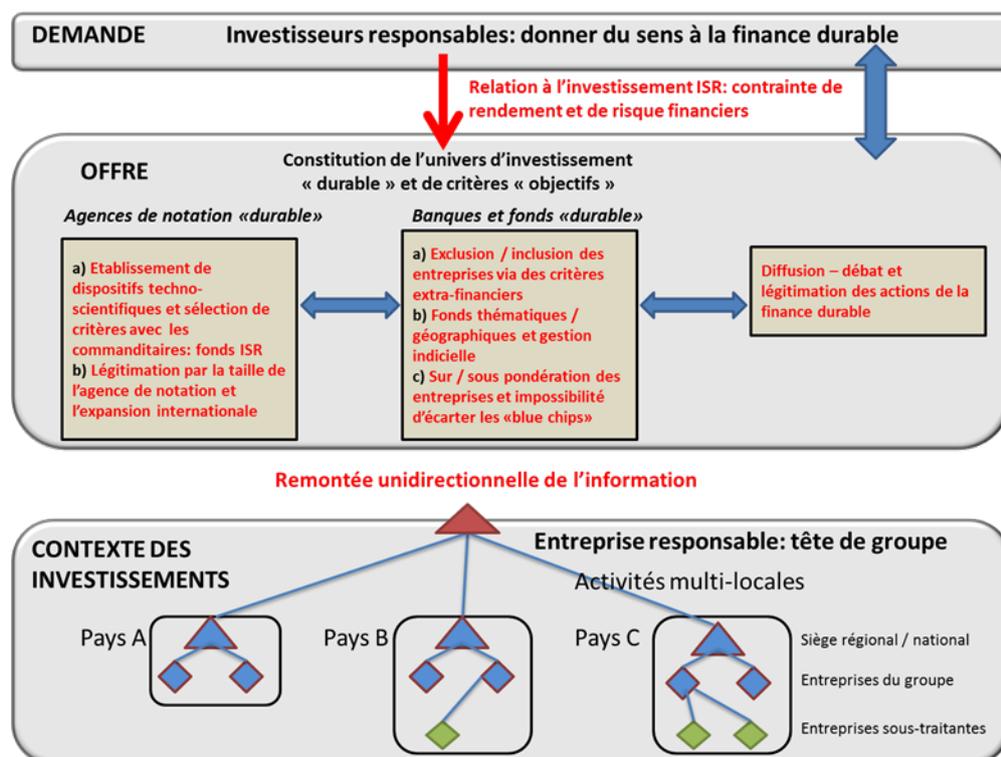
l'angle de la question suivante : *en quoi telle pratique ou tel dispositif sociotechnique renforce, ou au contraire affaiblit la « valeur durable » de ces produits financiers vis-à-vis des investisseurs et de la société ?*

Différentes sources d'information ont été mobilisées: entretiens avec des acteurs du secteur, participation à divers forums et tables rondes autour de la « finance durable », étude de la documentation spécialisée (études publiées par Novethic, Eurosif, ORSE, Sustainable Finance Geneva, etc.) et analyse du discours porté par des parties prenantes du côté de l'offre et de la demande. Au total, trente-sept entretiens semi-directifs ont été réalisés avec des responsables des agences de notation extra-financière, des gestionnaires de fonds « durables » des grandes banques, des conseillers en investissement responsable et des directeurs de caisses de pension publiques et privées. Les données recueillies ont été analysées et recoupées selon une démarche réflexive de triangulation (Denzin, 1978) suivant la question de recherche et les objectifs.

## 1.2 La finance « durable » : une forme hybride dominée par la logique financière

Cette partie décrit le processus d'élaboration des fonds de placement ISR. Les dispositifs techniques servant à construire la valeur « durable » de ces fonds, à savoir la constitution de l'univers d'investissement durable et des critères de durabilité sous-jacents, sont tout d'abord présentés. Ensuite, différents dispositifs sociaux visant à leur adjoindre une légitimité sociale sont mis en évidence (Fig.1).

Fig. 1 La convention industrielle de durabilité de l'industrie financière



Source : élaboration propre

### 1.2.1 Définition des fonds de placement ISR et de leur valeur « durable »

Tout d'abord, il est nécessaire de définir la « finance durable » telle qu'elle est abordée ici. Que l'on parle de fonds durables, éthiques ou encore d'investissement socialement responsable (ISR) selon les pays, la finance « durable » « désigne une pratique financière qui consiste à investir non pas uniquement sur la base de critères financiers (rendement / risque), mais en intégrant dans son choix des préoccupations sociales, éthiques ou environnementales » (Capelle-Blancard et Giamporcaro-Saunière, 2006:70). On peut distinguer deux manières d'appréhender la finance « durable ».

Selon une convention industrielle (Boltanski et Thévenoz, 1991) de *durabilité objectivée*, il est postulé que malgré l'absence de base conventionnelle partagée, il est possible d'établir des critères objectifs qui permettront soit d'exclure un certain nombre d'entreprises, soit de sélectionner les plus vertueuses. Le principe consiste à déployer des batteries de critères, souvent nombreux et complexes, afin de rendre aussi objectif, transparent et comparable que possible, le *choix* de certains investissements plutôt que d'autres. Comme nous le verrons ci-après, cette approche repose sur des *informations* produites généralement par les entreprises elles-mêmes ainsi que par des acteurs tiers externes (par exemple des ONGs). Au final, ce sont les investisseurs qui dégagent du sens à partir de ces informations, du sens qui constitue la valeur « durable ».

La convention domestique (Boltanski et Thévenoz, 1991) de *durabilité holiste* pose que la durabilité s'appréhende comme un tout, de manière subjective. Il s'agit ici de mettre l'accent sur la connaissance que l'investisseur (ou l'intermédiaire) a de l'entreprise, du suivi qu'il a de cette dernière, du dialogue direct, voire interpersonnel, avec elle. C'est une conception qui réside dans l'idée que la confiance et la proximité vont encourager une meilleure prise en compte de la durabilité car l'entreprise y aspire également. Il serait donc possible de se mettre d'accord conjointement sur des améliorations concrètes dans les pratiques de l'entreprise. La durabilité holiste relève également de la construction de sens mais qui se fait avant tout de manière ad hoc et à partir de composants qui ne sont pas définis a priori, mais qui résultent du processus.

Alors que diverses innovations (*impact finance*, *crowdfunding*) qui se développent depuis une dizaine d'année mobilisent davantage une convention « holiste » en construisant des relations directes entre les investisseurs et les projets financés, la convention de durabilité propre à la FM s'inscrit clairement dans la vision industrielle. La convention « objectivée » de la finance durable a pour fonction de permettre aux vendeurs et aux acheteurs de ces fonds de se coordonner, c'est-à-dire de se comprendre, d'interpréter ce que dit ou fait l'autre, et plus particulièrement de se mettre d'accord d'une part sur la qualité d'un produit financier, d'autre part sur le prix. On pressent qu'en l'absence de convention établie de ce qu'est la durabilité, ceci ne va pas sans problèmes.

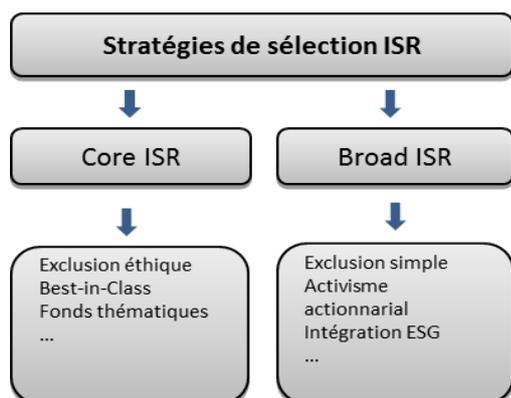
### 1.2.2 Fonds ISR : constitution de l'univers d'investissement et des critères « objectifs durables »

La composition de fonds ISR suit le même modèle que celui de fonds conventionnels, avec toutefois plusieurs étapes en plus dont l'objectif consiste à sélectionner les entreprises « responsables ».

Comme tous les fonds d'investissement, les fonds ISR se caractérisent par une sélection des entreprises, généralement cotées, qui les composent. Ces dernières sont évaluées par des critères de performance financière et extra-financière, c'est-à-dire, le comportement de l'entreprise vis-à-vis de son environnement économique, social et environnemental (ORSE,

2012). Selon Eurosif <sup>4</sup> (2014), on peut distinguer différentes approches ou « processus » de constitution de fonds ISR : exclusion, sélection « *best-in-class* », intégration des facteurs ESG<sup>5</sup> dans l'analyse financière, activisme actionnarial, investissement par thématiques, etc. Les méthodes de sélections mentionnées s'appuient sur deux stratégies principales : le « *core ISR* » et le « *broad ISR* » (Fig.2). La première catégorie regroupe les approches les plus développées et sélectives alors que la seconde désigne des pratiques plus larges et moins restrictives. Le choix parmi ces deux catégories varie fortement d'un pays à l'autre. Ainsi, en Europe : l'Autriche, l'Allemagne, la Suisse et la Norvège pratiquent de manière presque exclusive le *Core ISR*, tandis que l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et la Belgique utilisent des approches assimilables au *Broad ISR* (Eurosif, 2011).

**Fig. 2 Deux stratégies de constitution de fonds ISR**



Source : figure adaptée de Araujo (2015)

L'exclusion ou *negative screening* reste toujours la pratique la plus répandue et continue de progresser rapidement<sup>6</sup>. Eurosif définit l'exclusion *simple* comme une pratique, inscrite dans l'approche « *broad ISR* », où au maximum deux critères négatifs sont appliqués dans le choix de sélection d'un fonds de placement. Il s'agit le plus souvent d'exclure des sociétés présentes dans des secteurs d'activités sensibles comme l'armement, l'alcool, le tabac ou encore la pornographie. L'exclusion *éthique*, qui s'inscrit dans le « *core ISR* », est fondée sur le même principe, tout en étant plus restrictive. Elle prend en compte une multitude de critères dits ESG dont notamment la situation politique dans certains pays, les conditions de travail, le niveau de pollution, etc. Par opposition à l'exclusion, la technique de l'inclusion ou de sélection positive (*positive screening*) consiste à sélectionner les entreprises « responsables ». En ce sens, l'approche « *best-in-class* » ne retient que les meilleures entreprises dans un secteur donné (ORSE, 2012).

La stratégie de sélection par thématiques fait essentiellement référence au secteur des énergies renouvelables ou des ressources naturelles. Ceci implique que les fonds ISR sont souvent composés d'entreprises ou encore d'infrastructures publiques avec des industries actives dans les domaines de l'eau, du solaire ou de l'éolien, voire de la santé et des matières premières. Les fonds ISR qui tiennent compte des découpages géographiques renvoient alors aux grands « espaces » régionaux avec des fonds centrés sur les pays émergents, en voie du développement ou développés, comme l'Europe et les USA.

<sup>4</sup> Eurosif est une association pan-européenne à but non lucratif dont la mission consiste à promouvoir l'Investissement socialement responsable sur les marchés financiers européens (<http://www.eurosif.org/>).

<sup>5</sup> Facteurs ESG - environnementaux, sociaux et de gouvernance

<sup>6</sup> La stratégie d'exclusion a progressé de 38% par an depuis 2011 (Eurosif, 2014).

Le couplage par thématique et par espace géographique va souvent de pair avec *l'approche indicielle* (tableau 1). A côté des indices traditionnels, un certain nombre d'indices ISR ont été récemment développés et servent de valeurs de référence. Les agences de notation extra-financière analysent principalement des grandes sociétés (« *blues chips* ») tout en couvrant un univers d'entreprises suffisamment large pour appliquer des *indices* ISR pertinents (Alberola and Giamporcaro-Saunière, 2006). Environ 160 indices ISR, majoritairement des indices d'actions, ont été recensés dans le monde en 2013 (Novethic, 2014). On y trouve notamment des indices globaux de sociétés considérées comme durables tel que le *Dow Jones Sustainability Index* de la bourse américaine, le *Domini 400 Social Index* (dérivé du *S&P 500*) ou l'indice *Aspi Eurozone* de l'agence française de notation extra-financière Vigéo. Pour un petit marché comme la Suisse, l'indice SMI<sup>7</sup> est dans un premier temps copié tel quel.

**Tableau 1. Principales familles d'indices ISR dans le monde**

FAMILLE D'INDICES	CRÉATION	ANALYSE ESG	MÉTHODOLOGIE	EXCLUSIONS
Dow Jones Sustainability Indices	1999	RobecoSAM	Best-in-Class	
FTSE4Good Index Series	2001	Eiris	Analyse spécifique	Armement, nucléaire, tabac
MSCI ESG Indices	2010	MSCI	Best-in-Class	Alcool, armement, armes à feu, nucléaire, jeux de hasard, OGM, pornographie, tabac
STOXX Global ESG Leaders Indices	2011	Sustainalitics	Best-in-Class	Entreprises ne respectant pas les principes du Global Compact*
Indices Euronext Vigéo	2013	Vigéo	Best-in-Class	Entreprises controversées

\* Il s'agit de dix principes du Pacte mondial des Nations Unies tirés de diverses déclarations au sujet des droits de l'homme, du travail décent, de l'environnement et le développement et de la corruption (<https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>).

Source : adapté de Novethic (2014)

### 1.2.3 Adjonction de dispositifs techno-scientifiques visant à valider la valeur « responsable »

En amont de la constitution de l'univers d'investissement, la définition des critères qui permettent d'inclure ou d'exclure des entreprises représente une étape cruciale, d'autant plus qu'il n'existe pas de convention établie, partagée et objectivée permettant de définir la durabilité et la responsabilité. Soucieux de renforcer leur légitimité, les agences de notation extra-financière et les gestionnaires ISR des grandes banques, s'efforcent de démontrer à l'investisseur final la « scientificité » de la notation durable. En aval, des experts en durabilité au sein des banques qui commercialisent des fonds durables présentent à leurs clients de nouvelles méthodes d'évaluation et de sélection d'entreprises de façon à concilier la durabilité et la performance financière.

<sup>7</sup> La famille SMI (Swiss Market Index) réunit les 50 titres les plus importants et les plus liquides du marché suisse des actions ([http://www.six-swiss-exchange.com/indices/data\\_centre/shares/smi\\_family\\_fr.html](http://www.six-swiss-exchange.com/indices/data_centre/shares/smi_family_fr.html)).

Plus précisément, la technique observée consiste à multiplier les critères d'analyse. Certaines agences de notation gèrent ainsi plus de 200 critères de durabilité. L'identification de ces critères, ainsi que leur organisation, leur hiérarchisation et leur pondération sont souvent justifiées par le recours à différentes études, notamment économétriques, qui cherchent à identifier de manière pragmatique des relations entre des caractéristiques qualifiant la durabilité des entreprises et leur rentabilité à plus ou moins long terme. On peut se demander si cette pléthore ne témoigne pas davantage de l'impossibilité d'identifier des critères pertinents que de la volonté de travailler sur une base multi-critérielle.

#### 1.2.4 Adjonction de dispositifs de validation sociale de la valeur « responsable »

Toutefois, la multiplication et la sophistication de ces dispositifs techniques d'évaluation extra-financière ne parviennent bien entendu pas à combler l'absence de convention établie. C'est pourquoi la validation sociale de produits financiers dits « durables » se présente comme incontournable.

La mise en place d'une convention de durabilité/responsabilité au sein du milieu de la finance traditionnelle implique un dispositif sociotechnique complexe. A l'interne des banques sont créées des sections d'évaluation durable qui travaillent en collaboration avec les sections d'analyse purement financière. Souvent, les gestionnaires de fonds ISR recourent aux services des agences de notation extra-financière. Cette activité d'évaluation repose sur un double processus : la constitution de bases de données à partir de la collecte d'informations et le traitement de ces informations à travers une batterie de critères qui aboutit à l'élaboration d'une information synthétique appropriable par les investisseurs (Alberola et Giamporcaro-Saunière, 2006).

Mandatées par des banques ou sociétés de gestion, ces agences de notation sont chargées de sélectionner un panier d'entreprises cotées en fonction de la contrainte de rentabilité définie au préalable avec les investisseurs finaux. Par exemple, une banque peut imposer une contrainte de fournir un panier d'entreprises de façon à ce que dans chaque secteur il y ait au minimum 50% de la capitalisation boursière du secteur<sup>8</sup>. Le plus souvent, le mandataire a la possibilité de choisir librement les critères de durabilité selon lesquels les analystes extra-financiers vont évaluer et sélectionner les entreprises (Alberola et Giamporcaro-Saunière, 2006; Mortier, 2013).

Aujourd'hui, on constate une grande diversité des objectifs d'analyse extra-financière et des méthodes utilisées (ORSE, 2012). Les agences ont développé différents modèles d'évaluation avec des indicateurs très nombreux. Elles élaborent des bases de données et des matrices d'analyse capables de prendre en compte des centaines de critères et des milliers d'entreprises (Mortier, 2013). Elles proposent des approches sur-mesure avec des critères à choix. Cette flexibilité leur procure des avantages concurrentiels en permettant une meilleure adaptation aux diverses demandes spécifiques de leurs clients (ORSE, 2012). Finalement, une note et un poids sont attribués à chaque indicateur et la moyenne pondérée donne la note finale à chaque entreprise sélectionnée dans l'univers d'investissement.

Le secteur de la notation « durable » a suivi plusieurs étapes dans son évolution parallèlement au développement et à l'expansion de la FM. Alors que la première génération d'agences de notation extra-financière s'est développée en dehors du milieu financier dans les années 1990<sup>9</sup>, la deuxième génération a été récupérée par le secteur financier dès le

---

<sup>8</sup> Entretien avec le directeur d'une agence de notation extra-financière en Suisse occidentale.

<sup>9</sup> Ces petites agences militantes à l'image des ONG étaient d'inspiration religieuse et humaine. Leurs analyses éthiques étaient destinées prioritairement à des fonds de pension religieux.

début des années 2000 (Mortier, 2013). La décennie 2010 a été marquée par la concentration du secteur, ainsi que par l'essor généralisé de la RSE et du *reporting* durable. Les grandes entreprises multinationales ont vite compris l'intérêt de la notation durable en y voyant la possibilité d'améliorer leur image. De plus en plus financiarisées, les grandes agences de notation extra-financière sont devenues elles-mêmes des entreprises cotées avec un actionnariat représenté par divers acteurs de la finance<sup>10</sup>. A la fin des années 2000, émerge la troisième génération de ces agences, acteurs financiers à part entière, notamment suite au rapprochement entre des organismes d'analyse financière et extra-financière et de leurs méthodologies d'évaluation (ORSE, 2012). Portée initialement par diverses parties prenantes: ONG, syndicats et agences de notation durable, l'analyse ISR intègre pleinement le milieu financier conventionnel (Benchemam et Chambost, 2010). A l'instar des sociétés de courtage qui ont internalisé l'analyse ISR en tant que « service » supplémentaire pour élargir leur clientèle (Benchemam et Chambost, 2010), des géants américains des services financiers<sup>11</sup> ont également investi ce domaine, en créant des filiales spécialisées dans le recueil et l'analyse de données extra-financières ou en rachetant des sociétés d'analyse durable existantes (Louche et Hebb, 2014; Mortier, 2013; ORSE, 2012). Actuellement, suite à l'effet de concentration, il ne resterait plus qu'une trentaine d'agences de notation durable dans le monde qui analysent entre 2000 et 3000 entreprises cotées à l'échelle mondiale (Mortier, 2013; ORSE, 2012).

### 1.2.5 Légitimation via l'animation du milieu et l'extension à l'international

Devant se positionner à l'échelle nationale voire internationale, et se différencier vis-à-vis de leur concurrentes, les agences de notation ont mis en œuvre plusieurs stratégies visant à maintenir et à renforcer leur légitimité aux yeux des investisseurs. Les directeurs d'agences de notation participent activement à divers « *events* » publics, comme conférences et forums thématiques où sont présentées des études scientifiques visant à renforcer la foi dans la relation positive entre la prise en compte de la durabilité et la performance financière. De cette manière, les agences de notation extra-financière cherchent à renforcer leur notoriété auprès des investisseurs finaux, car ces derniers poussent alors les gestionnaires de fonds à mandater cette agence et pas une autre. En Suisse, les caisses de pensions, publiques et privées, constituent la plus grande source de clients pour l'industrie des fonds ISR.

En termes de territorialités, l'extension à l'international représente une stratégie de survie pour ces agences qui se sont développées localement et qui dominent souvent leurs marchés nationaux (Alberola and Giamporcaro-Saunière, 2006). En effet, le statut d'une agence internationale est perçu comme un facteur incontournable de légitimité aussi bien auprès des gestionnaires ISR qu'auprès des investisseurs finaux. Dans le cas suisse, la principale agence de notation durable s'est fixé comme objectif de devenir acteur international en pénétrant le marché européen, car selon son directeur « *si on est perçu comme acteur uniquement local, on perd en réputation* ».

---

<sup>10</sup> Parmi les actionnaires d'une grande agence internationale Vigeo, on trouve des grandes entreprises comme McDonald ; des investisseurs comme Amundi, BNP Paribas, Société générale, etc., ainsi que des syndicats (Mortier, 2013).

<sup>11</sup> Thomson Reuters, Morgan Stanley Capital International (MSCI), Bloomberg ou encore les trois géants de la notation financière : Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings (ORSE, 2012).

## 1.2.6 S'adjoindre des tiers légitimant

La création de fonds durables par l'industrie financière s'accompagne d'un élargissement du milieu financier traditionnel qui comporte, à part les banques et les sociétés de gestion, des agences de notation extra-financière, des entreprises dites « durables » de l'univers investissable et surtout divers tiers légitimant, à savoir médias et leaders d'opinion.

En participant à diverses manifestations autour de la finance « durable », ces acteurs tiers partenaires tels que certaines ONG, certains médias, chercheurs universitaires ou représentants de milieux économiques et politiques (ex. partis écologiques) permettent, de par leur expertise ou leur position dans la société, de légitimer le « sérieux » de ce dispositif financier de prise en compte des questions environnementales et sociétales. Par ailleurs, diverses organisations actives dans le domaine de la finance « durable »<sup>12</sup> publient des rapports annuels qui rendent compte de la progression de l'ISR au sein du secteur financier global en mettant en avant l'expansion des approches ISR, ainsi que la croissance des montants d'actifs « durables » sous gestion. Le recours à un ensemble d'acteurs tiers et partenaires est aujourd'hui indispensable à la validation de la gestion financière socialement responsable. En effet, la construction de la légitimité de la finance « durable » soulève le problème de la grandeur « responsable » qui ne peut pas être auto-attribuée par le milieu purement financier. C'est là qu'interviennent ces *acteurs légitimant*. Ce jugement n'émane en principe jamais d'une seule personne ou organisation, mais à travers des interventions et des débats plus ou moins médiatisés. A l'image de différents labels de DD, comme « *fair trade* » ou « *rain forest* », se développe la certification durable d'entreprises avec l'attribution du label « d'entreprise responsable »<sup>13</sup>. Dans la mesure où la grandeur de « responsable » résulte d'un débat mené dans un milieu social relativement large, ceci suppose également que certaines activités ou entreprises soient considérées par ce même milieu comme « irresponsables ».

L'association *Sustainable finance Geneva* illustre le milieu de la finance durable en Suisse occidentale et joue un rôle clé dans la relation avec la clientèle, notamment institutionnelle et le reste de la société. Créée dans l'objectif de promouvoir la place financière genevoise comme un lieu d'excellence en matière de compétences sur la finance « durable », cette association a permis aux différents acteurs de l'offre de comparer leurs produits, d'en discuter la construction tout en conservant une relation de concurrence (Araujo 2015). Trois espaces structurent les relations entre acteurs au sein du milieu de la finance « durable » : espaces de l'offre, de partage et de la demande (Fig. 3). Tandis que l'espace de l'offre est constitué de l'ensemble des acteurs qui œuvrent pour la construction de produits financiers durables, c'est l'espace de partage, articulé autour d'un forum annuel sur l'ISR<sup>14</sup> qui permet de présenter, de promouvoir et de légitimer ces produits auprès des investisseurs de l'espace de la demande, principalement les HNWI<sup>15</sup> et les caisses de pension locales.

---

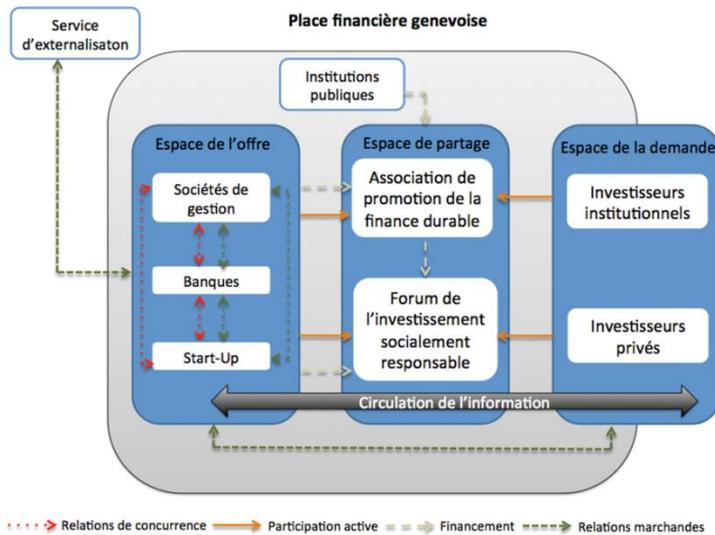
<sup>12</sup> Par exemple, Eurosif, US SIF (Forum for Sustainable and Responsible Investment) ou SFG (Sustainable Finance Geneva).

<sup>13</sup> Par exemple, plus de 1200 entreprises (majoritairement américaines) ont été certifiées comme « responsables » par le label américain « B Corporation » qui s'étend rapidement à l'international et aspire à une couverture mondiale ([www.bcorporation.net](http://www.bcorporation.net)).

<sup>14</sup> Geneva Forum for Sustainable Investment a été créé en 2008 et est organisé annuellement par l'association Sustainable Finance Geneva (<http://www.sfgeneva.org/>).

<sup>15</sup> High Net Worth Individuals (HNWI).

**Fig. 3 Relations au sein du milieu de la finance durable**



Source : Araujo (2015)

## 2. Limites de la finance durable

Même s'ils restent largement minoritaires, les fonds ISR connaissent une croissance régulière. Ils peuvent être vendus plus chers que leurs homologues traditionnels, notamment auprès des investisseurs institutionnels publics, parce qu'ils véhiculent des valeurs « responsables ». Le processus de validation « durable » s'appuie sur divers dispositifs techniques et sociaux décrit plus haut. Cette seconde partie identifie les limites rencontrées par ces dispositifs, notamment en mettant en lumière les tensions entre les formes spatiales et temporelles de la FM d'un côté et du DD de l'autre.

### 2.1 Espace financiarisé, abstrait et bi-critériel vs espace réel, complexe et multicritères

La FM, largement dominante dans la manière dont sont conçus les fonds ISR, procède par un processus de rationalisation des choix d'investissement. Ce processus fait remonter de manière unidirectionnelle à partir de toutes les régions du monde vers les centres financiers des informations homogénéisées sur le rendement et le risque, pour les traiter grâce à des algorithmes de calcul quantitatif. Selon Corpataux et Crevoisier (2012), cette organisation spatiale se caractérise par les éléments suivants.

Il existe un éloignement, une distance géographique, institutionnelle et sociale qui sépare désormais les investisseurs des acteurs de la production et des territoires auxquels ces derniers appartiennent. Les acteurs financiers procèdent par une abstraction. Cette dernière consiste d'une part à réduire une activité économique aux deux critères quantitatifs que sont le rendement et le risque probabilisables et, d'autre part, cette abstraction rend les détenteurs de capitaux anonymes par le fractionnement du capital-action et par la circulation de ce dernier. Enfin, cette finance de marché est marquée par la hiérarchisation en raison de cette création de distance, couplée avec la possibilité permanente de retirer le capital grâce à la liquidité des marchés financiers. Cette hiérarchie sépare les régions centrales étroitement intégrées, la *Global city* (Sassen, 1991), d'une mosaïque de territoires de plus en plus soumis aux critères de gestion de la finance globalisée.

La forme spatiale et l'horizon temporel du DD sont très différents (Tableau 2). D'un point de vue territorial, le DD se caractérise par l'idée qu'il n'y a plus de possibilité d'aller ailleurs, ou plutôt que le développement doit se faire ici. Le monde est fini, complètement colonisé et les ressources ne sont pas illimitées. Sur le plan temporel, cela signifie que la préservation de la valeur au cours du temps ne se calcule plus au niveau des patrimoines individuels mais au niveau collectif et en incluant les générations à venir. Cette absence de possibilité de faire défection à l'échelle planétaire implique que tous les acteurs, des diverses régions et pays du monde, sont étroitement interdépendants et coresponsables. En d'autres termes, les acteurs sont ancrés et il en découle une modalité de gouvernance particulière. Le DD est un principe d'action basée sur la participation et la négociation, c'est-à-dire la prise de parole (*voice*) (Hirschmann, 1986) des parties prenantes.

La territorialisation est la condition de la prise en compte de la dimension sociale du DD puisqu'elle permet au concept de se concrétiser. « *Aujourd'hui, c'est essentiellement à l'échelle des territoires que les problèmes de développement durable sont perçus et c'est sans doute également là qu'ils peuvent trouver des solutions à la fois équitables et démocratiques* » (Theys, 2002:3). L'échelle locale apparaît dès lors comme le niveau d'action privilégié qui n'est toutefois pas la simple déclinaison au niveau local des problèmes globaux. Il s'ensuit une variété de formes de durabilité puisque les acteurs territoriaux doivent trouver des solutions de durabilité en fonction des enjeux et des problèmes locaux spécifiques (Zuindeau, 2005).

**Tableau 2. Dimensions territoriales de la Finance de marché et du DD**

	<b>Finance de marché</b>	<b>Développement durable</b>
<b>Environnement d'action</b>		
Univers d'action	Univers unidimensionnel et abstrait	Univers tridimensionnel et concret
Critères d'analyse	Critères de rendement et de risque financiers	Multicritères qualitatifs et quantitatifs
<b>Organisation de l'action</b>		
Acteurs	Actionnaires (shareholders)	Parties prenantes (stakeholders)
Gouvernance	Liquidité/mobilité (exit)	participation et négociation (voice)
<b>Territoire de l'action</b>		
Temps	Temporalité instantanée	Horizon intergénérationnel
Espace	Espace financiarisé	Espace existentiel basé sur l'équité territoriale

Source : Theurillat, 2009

## **2.2 Tensions avec la validation sociale de la valeur « durable »**

Les antagonismes spatiaux et temporels entre FM et DD se reportent sur une finance « durable » qui repose, selon l'hypothèse principale de cet article, sur une coupure entre l'investisseur et le contexte dans lequel agissent les entreprises (Fig.1). La finance « durable » se trouve dès lors soumise au même dispositif sociotechnique que la finance conventionnelle. Cette hypothèse nous a amenés à identifier huit limites significatives.

## 2.2.2 Reporting social des entreprises – volontaire et autorégulé

Si le *reporting* financier selon des modalités strictes est une obligation imposée par la loi et/ou par les marchés financiers, le *reporting* social et environnemental est quant à lui, autorégulé (Mortier, 2013). L'essentiel des informations traitées par les agences de notation durable est livré par les entreprises elles-mêmes sur une base volontaire. Il est donc autodéclaratif (Capron and Quairel-Lanoizelée, 2004), les acteurs du marché ayant la liberté de définir eux-mêmes le périmètre de leur responsabilité (Mortier, 2013; Pesqueux, 2011). Les agences de notation mobilisent ces informations sans véritablement mener d'études approfondies et indépendantes faute de moyens (Demaria, 2004). Dans le cadre de la quasi-absence d'audits indépendants sur les pratiques des entreprises (Ethos, 2007), les recommandations des agences de notation sont influencées par les stratégies de communication. On peut penser que les entreprises cherchent avant tout à mettre en avant leurs actions responsables, voire à dissimuler ce qui pourrait affecter leur note de durabilité. En résumé, les entreprises produisent des données en vue d'obtenir de bonnes notations par les agences éthiques (Mortier, 2013).

## 2.2.3 Décontextualisation et impossibilité d'interpréter les informations et les critères

La FM a également transposé sa volonté et ses techniques de décontextualisation des informations aux dimensions durables, générant de sérieux problèmes d'interprétation. L'industrie financière, telle qu'elle s'est développée sur la base de la théorie du portefeuille au cours de ces vingt-cinq dernières années, repose sur l'idée que l'investisseur ne doit se préoccuper que du rendement et du risque financiers de ses investissements. Il ne devrait pas, et souvent ne peut pas se soucier de la manière dont les entreprises parviennent à remplir ces objectifs, ni de l'impact de l'action de ses dernières sur le contexte dans lequel elles opèrent.

Or, la finance durable part du postulat précisément inverse : c'est le *sens* de l'investissement qui doit être mis au centre, *sens* qui ne peut émerger qu'en s'intéressant à ce qui se passe au-delà des cours boursiers, derrière les écrans des opérateurs financiers, derrière les rapports de gestion des groupes cotés, derrière les cascades de sous-traitants. La finance « durable » transmet donc une promesse de recréer ce sens, à partir de l'objet de l'investissement (entreprise, projet,...) et du contexte dans lequel il opère. Par exemple, un projet de microfinance fait beaucoup de sens au Pakistan, peu en Suisse.

## 2.2.4 Gestion financière de la durabilité ... à très court terme

Les pratiques financières dominent également les temporalités dans lesquelles s'inscrit la finance « durable ». La notion même de durabilité renvoie à des horizons futurs et lointains, de l'ordre de plusieurs générations. Or, si la finance « durable » se caractérise par une promesse orientée vers le futur, les transactions s'opèrent au présent et en continu (Theurillat et al., 2009).

Concrètement, la gestion financière de fonds ISR devient peu compatible avec les horizons de long terme du DD. Selon Arjales (2010), peu d'investisseurs acceptent une sous-performance et ne sont pas prêts à sacrifier la rentabilité à court terme du fait de la prise en compte des critères de durabilité. Bien que les acteurs de la finance « durable » partagent une profonde foi que ce type d'investissement est payant à long terme, comment un gestionnaire de fonds ISR pourrait-il justifier la présence d'une entreprise très bien notée

en termes de durabilité, si cette dernière ne cesse d'avoir des contre-performances pendant des mois (Arjales, 2010) ?

### 2.2.5 Les investisseurs perçoivent-ils la « valeur durable » des fonds ISR ?

La « valeur durable », pour être effective, doit être perçue et comprise par l'investisseur, institutionnel ou privé. C'est à lui qu'il appartient d'interpréter les données fournies sur les fonds ISR et, s'il le souhaite, de tracer son investissement jusqu'aux activités réelles de l'entreprise pour savoir si, comment et jusqu'à quel niveau son engagement d'investisseur responsable, via l'ISR, est « traduit » dans les faits. Alors que la plupart des investisseurs se contentent des informations disponibles dans les brochures des fonds (thématiques, secteurs et/ou régions d'investissement, principales entreprises du fonds, etc.), plusieurs problèmes font surface en cas de « vérification » des produits de la finance « durable » (Theurillat et al., 2008 ; Corpataux et Crevoisier, 2012).

Premièrement, malgré la richesse des informations produites par les agences de notation extra-financière, les gestionnaires de fonds appliquent in fine la méthode « traditionnelle » qui consiste à suivre l'évolution des indices de marché et à agir en conséquence, c'est-à-dire sans recourir à ces informations. Deuxièmement, la grande majorité des investisseurs ne s'intéressent pas à une entreprise en particulier, mais appliquent la théorie du portefeuille (Markowitz, 1959). A partir du principe de diversification, un portefeuille est composé de plusieurs dizaines, voire centaines d'entreprises. Il en résulte une impossibilité de se renseigner sur chaque situation. Troisièmement, cette diversification pousse à investir dans des entreprises situées dans des pays aussi diversifiés que possible. Il en résulte une multiplication des contextes nationaux et régionaux, ainsi qu'une distance géographique et culturelle croissante qui rend les interprétations encore plus hasardeuses.

Si la perception de la « valeur durable » des fonds ISR s'avère problématique pour les investisseurs, qu'en est-il de leur dimension strictement financière (le rendement et le risque) ? En Suisse, selon les entretiens menés avec des responsables des caisses de pension publiques et privées, les institutions de prévoyance professionnelle se disent sensibles au DD et détiennent dans leurs portefeuilles d'actions des parts de fonds ISR. Cependant, ces placements « durables » représentent une part minime qui « vient coiffer toute la fortune », mais qui, selon le directeur d'une caisse publique « n'amène pas une plus-value en termes de rentabilité et une caisse de pension doit faire du rendement ». En outre, toute la gestion du portefeuille durable est déléguée à des gestionnaires ISR issus des banques ou d'autres institutions financières. Il s'avère que les caisses ne disposent pas de ressources nécessaires pour vérifier la responsabilité des entreprises du portefeuille et pour s'impliquer, le cas échéant, dans la gestion de ces dernières.

### 2.2.6 Les « Blue chips » de fait guère exclues

Il est apparu sur le terrain que l'application de diverses méthodes de sélection d'entreprises « durables » n'empêchait guère l'inclusion de « *blue chips* » ayant de mauvaises notes de durabilité.

Une première explication à ce phénomène réside dans le modèle de gestion aujourd'hui dominant qui repose sur la constitution de portefeuille à partir d'une stratégie indicielle (Rainelli-Le Montagner, 2003). En effet, selon certains de nos interviewés actifs dans le conseil en placement pour les caisses de pension, ces dernières ont de plus en plus tendance à remplir leurs portefeuilles d'actions de « blues chips » (en Suisse : Nestlé, Novartis, Roche, UBS,...). Parallèlement, afin d'éviter toute critique, elles sont très attentives

à ce que leur résultats ne dévient pas des principaux indices boursiers. Or, ces derniers sont principalement composés de grandes capitalisations. Les caisses investissent donc dans des grands titres afin de « coller » à l'indice, y compris pour leurs investissements ISR.

Les grandes entreprises de par leur poids important en termes de valeur boursière, ne peuvent donc être écartées des fonds « durables » même si elles obtiennent de mauvaises notes lors des évaluations extra-financières. Par exemple, en Suisse, la société Ethos qui commercialise des fonds ISR pour les caisses de pension<sup>16</sup> a exclu de son univers d'investissement une seule d'entreprise cotée jugée non conforme aux principes du DD, à savoir la société Syngenta, spécialisée dans les OGM et les engrais chimiques.

L'utilisation d'indices ISR, qui pourrait apparaître comme la réponse la plus simple pour appliquer une stratégie ESG à une gestion indicielle, est finalement peu répandue. Sur le marché français, seulement six fonds ISR, sur plus de 300, utilisent un indice ISR comme *benchmark* pour mesurer leurs performances financières. La grande majorité d'investisseurs et de gestionnaires de fonds continuent d'utiliser les *benchmarks* classiques (Novethic, 2014). Au niveau mondial, l'offre de véhicules d'investissement répliquant ces indices est également très restreinte<sup>17</sup>. En l'absence de définition commune des critères de durabilité, ce sont des indices tels que le *MSCI World*, le *S&P500* ou le *CAC40* qui sont utilisés en tant que référence car l'ensemble des acteurs de ce marché les considèrent comme représentatifs (Novethic, 2014).

### 2.2.7 Des agences de notation sous influence du milieu financier

Les agences de notation extra-financière occupent une place centrale dans le dispositif socio-technique de la finance « durable ». Ce sont généralement elles qui rassemblent l'information, qui procèdent à des analyses, qui élaborent des modèles de calcul et des matrices d'évaluation « durable ». Au-delà des limites d'ordre méthodologique décrites ci-dessus, on pourrait penser qu'en raison de leur expérience et de leur position externe aux banques et aux gestionnaires, elles exercent une fonction de validation sociale de la « valeur durable ».

Dans les faits, il apparaît que ces agences servent avant tout à valider et à légitimer et non vraiment à stigmatiser les actions de la finance « durable ». En d'autres termes, la critique ou la remise en cause des modalités actuelles de l'ISR ne peuvent provenir de ce milieu. Deux raisons à cela. Premièrement, les relations marchandes entre les fonds ISR et les agences de notation posent la question de l'indépendance des analyses extra-financières dans le cadre d'une forte concurrence entre agences au niveau mondial. Il est ressorti de nos entretiens que certaines de ces agences de notation travaillent aussi pour les entreprises, sur le modèle des *Credit Rating Agencies*. Les analystes de durabilité conseillent ainsi les entreprises en les aidant à améliorer leur note de durabilité. En second lieu, il se trouve qu'à l'aube de la dernière génération d'agences de notation financiarisées, l'analyse extra-financière cherche clairement à s'inscrire dans « *un processus de conquête des attributs de reconnaissance de l'analyse financière classique, en termes de raisonnements financiers, de recherche d'une traduction financière risques-opportunités qui oriente le contenu de l'analyse, d'orientation vers une articulation de l'ISR à la valorisation* ».

---

<sup>16</sup> Ethos, Fondation suisse pour l'investissement responsable et l'actionnariat actif, regroupe actuellement 154 caisses de pension et propose, via la société Ethos services, plusieurs fonds de placement ISR (<http://www.ethosfund.ch/f/fondation-ethos/default.asp>).

<sup>17</sup> Le nombre de fonds de placement répliquant un indice ISR se limite à une vingtaine dans le monde en totalisant 1.2 milliards d'euros d'encours sous gestion, contre près de 2 170 milliards de dollars pour l'ensemble des fonds dans le monde (Novethic, 2014).

des titres » (Benchemam et Chambost, 2010). Actuellement, les grandes agences de notation, dont la plus grande est *MSCI*, analysent les questions sociales et environnementales comme purs facteurs de risque et d'opportunité financiers. Par exemple, elles considèrent les réglementations sociales comme un risque financier (risque opérationnel lié aux grèves du personnel, à l'augmentation du coût de travail)<sup>18</sup>.

### 2.2.8 Des ONG essentiellement stigmatisantes et dont la voix s'essouffle

La validation sociale de la « valeur durable » ne peut résulter que de l'expression d'opinions par des acteurs légitimes dans ce domaine. Ces opinions ne peuvent pas toujours être convergentes. C'est donc bien par un débat, plus ou moins public, qu'une entreprise, une activité ou encore un secteur peuvent être qualifiés de durable ou de responsable. Lorsque ces acteurs sont dépendants, ou intéressés, c'est une logique de lobby et de pouvoir qui s'impose, généralement dénoncée comme telle. Il est donc nécessaire, dans ce débat, que des acteurs indépendants et critiques s'expriment aussi. La critique rend le débat possible, et seul ce dernier assure la validation sociale de la « valeur durable ».

Dans le cas des fonds ISR, c'est le rôle qu'assument des acteurs complètement hors du milieu de la finance « durable ». C'est le cas d'ONG critiques, voire militantes, ainsi que de certains médias engagés<sup>19</sup>. Impliquées dans l'évaluation de la « responsabilité » des entreprises cotées, à l'instar des agences de notation extra-financière, ces acteurs militants affichent pourtant des objectifs et des moyens d'action bien différents. Généralement indépendants des milieux financiers, les ONG et des journalistes engagés cherchent à agir sur l'opinion publique via les médias en dénonçant des comportements « irresponsables » d'une société ou en amplifiant une controverse découverte sur le terrain. Ces critiques ont des effets sur la notoriété des entreprises. Si elles peuvent avoir des effets sur leurs chiffres d'affaire, notamment lors d'appels au boycott, c'est avant tout le prix de l'action qui risque d'être affecté et, par conséquent, l'opinion des investisseurs. En effet, un buzz médiatique négatif peut provoquer la fuite des investisseurs et, par conséquent, une chute de ses actions. L'entreprise sera donc amenée à prendre des mesures d'urgence pour résoudre le problème.

Une ONG suisse, la Déclaration de Berne<sup>20</sup> a mené récemment une grande campagne revendiquant un encadrement juridique des activités des grandes entreprises d'extraction de matières premières et de négoce basées dans le pays. Bien que la régulation effective de ces activités se fait attendre<sup>21</sup>, cette ONG a réussi à lancer le débat médiatique et politique autour des matières premières, notamment grâce à la publication de l'ouvrage « *Swiss Trading SA – la Suisse, le négoce et la malédiction des matières premières* ».

Ces mécanismes, qui permettraient de valider socialement la durabilité, rencontrent toutefois des limites importantes. Premièrement, ces critiques nécessitent d'être étayées par des enquêtes solides. Or, étant donné qu'il n'existe que peu d'audits indépendants, ces investigations sont difficiles et coûteuses à mener. Elles doivent notamment surmonter la complexité des organisations internes des groupes multinationaux ainsi que des relations

---

<sup>18</sup> Par exemple, quand Ryanair a fermé une partie des opérations françaises pour limiter le risque de grève, sa notation sociale a été augmentée.

<sup>19</sup> Par exemple, Mediapart en France

<sup>20</sup> La Déclaration de Berne (DB) est une association suisse indépendante qui s'engage pour des relations justes et équitables entre la Suisse et les pays en développement (<https://www.ladb.ch/>)

<sup>21</sup> Les recommandations peu contraignantes du Conseil Fédéral : <http://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/30134.pdf>

qu'ils entretiennent avec leurs partenaires et leurs sous-traitants<sup>22</sup>. En deuxième lieu, il est nécessaire de récolter des informations là où se déroulent les faits incriminés. Ceci peut se révéler coûteux et complexe, notamment en raison de la diversité des législations en matière de protection de l'environnement et de conditions sociales de travail (salaire, sécurité, etc.).

### 2.2.9 Absence de « hard law » et l'impossible légitimation par l'Etat

Enfin, on constate que dans la construction de la « valeur durable » de la finance, les Etats occupent une place marginale. Pourtant, dans les autres secteurs marqués par la question de la durabilité (énergie, alimentation, transports, etc.), ils jouent un puissant rôle légitimant non seulement par l'édiction de législation visant à mettre en œuvre ces valeurs, mais aussi par des politiques actives (Voss et al. 2009). Pourquoi n'en va-t-il pas de même dans la finance ?

La libéralisation des activités financières induite par la vague néolibérale des années quatre-vingts a rendu les Etats largement impuissants face aux marchés financiers. C'est uniquement lors de crises importantes que certaines mesures peuvent être prises. Des réformes législatives ont été adoptées dans plusieurs pays afin d'améliorer la qualité et la transparence des informations communiquées par les entreprises (loi Sarbanes-Oxley aux USA) ou pour l'inclusion des aspects sociaux et environnementaux dans leurs rapports (Loi NRE 116 en France ; La Companies Act en Grande Bretagne). En Suisse, le *reporting* social et environnemental reste volontaire avec 67% des entreprises rendant publique cette information en 2007 (Ethos, 2007). Il résulte de cette difficulté à traduire les normes environnementales et sociales dans la législation que seules des opérations, visant à mobiliser l'opinion publique au coup par coup, sont possibles. Or, ces actions, en raison de leurs coûts financiers et organisationnels ne s'inscrivent pas dans la durée. Elles ne peuvent donc pas agir de manière systématique comme un élément de validation, ou d'invalidation sociale de la « valeur durable ».

## Conclusion

La constitution de fonds ISR traduit la réponse de l'industrie financière face à la convention de durabilité et de responsabilité. Toutefois, la construction de la « valeur financière durable » se heurte à des limites considérables, dues pour l'essentiel à la prédominance de la logique financière conventionnelle dans sa conception et sa gestion. Alors que diverses pratiques émergentes telles que « *l'impact finance* », le « *crowdfunding* » ou l'activisme actionnarial représentent autant d'initiatives de traçage concret qui permettent d'identifier une entreprise, d'examiner ses activités et d'estimer leur impact, la FM repose sur une coupure avec le contexte et une remontée unidirectionnelle des informations . De plus, les activités des entreprises ne sont pas traitées dans leur individualité mais à travers des *critères homogènes*, ou considérés comme homogènes. Cette méthode repose sur l'idée de *classe d'objets*, qui renvoient à des projets dont les propriétés sont indépendantes des singularités.

Cette manière de faire s'avère problématique dans la mesure où il n'est plus possible, une fois l'abstraction réalisée, de retourner « sur le terrain » et de se faire une idée concrète et contextualisée de la durabilité associée à cet investissement. En effet, lorsque l'on détient, par exemple, une action d'une grande société cotée en bourse, on n'a aucune possibilité de

---

<sup>22</sup> Pour l'instant, les multinationales ne sont pas responsables juridiquement de ce que font leurs filiales et sous-traitants à l'étranger.

« tracer » le cheminement de son investissement et de se faire une idée des activités, des effets de ces activités dans leur pays d'implantation (Huguenin, 2012). Il en va de même pour les critères censés rendre compte de la durabilité. Une fois que telle entreprise aura été qualifiée de « responsable », ou de plus responsable que telle autre, il n'est pas possible de se rendre compte de ce que cela signifie concrètement dans son contexte. Il y a donc un nombre important de « filtres », à savoir de dispositifs sociotechniques qui permettent, par l'abstraction et la décontextualisation, une remontée et une synthèse de l'information, mais qui empêchent toute « redescende » sur le terrain.

Dans une perspective de sciences sociales, il s'agit avant tout de souligner que la grandeur de « responsable » ne peut pas être acquise en l'absence d'un processus de légitimation crédible, c'est-à-dire mené par des acteurs légitimes, incarnant ces valeurs, et débouchant tant sur des validations que sur des stigmatisations. Les effets de tel ou tel produit ou activité sur le futur de la planète ne peuvent en pratique quasiment jamais être démontrés car il n'existe pas de convention établie pour « mesurer » la durabilité (à l'exception notable des économies d'énergies). Toutefois, un entrepreneur ou une entreprise peuvent s'engager à faire quelque chose, et c'est cet engagement qui fera l'objet d'une (in)validation – et non les effets de son action sur le long terme.

Dès lors, comment peut s'effectuer le contrôle social qui caractérise la valeur de « responsable » ? Dans le cas d'autres industries, les produits ou les activités font l'objet d'évaluations médiatisées. Par exemple, les automobiles sont évaluées en fonction de différents critères par les associations de consommateurs, par des ONG porteuses des valeurs environnementales et sociales, etc. Ce sont ces débats qui vont déboucher sur des évaluations culturelles et de possibles valorisations économiques. Ainsi, les consommateurs qui achèteront, par exemple, des automobiles à moteur hybride seront légitimement considérés comme « responsables », puisque ces véhicules sont régulièrement bien classés de ce point de vue.

Pour les fonds de placement « durables » cependant, cette étape de validation par le débat médiatique ne se fait pas de manière satisfaisante en raison de cette impossibilité de redescendre sur le terrain et d'associer tel investissement à telle caractéristique de la responsabilité. Le contrôle social qui agit sur la légitimation de la composante responsable de l'investissement, est réalisé par des acteurs intéressés et directement liés aux milieux financiers. Ce sont soit les départements « DD » des banques, soit des agences de notation qui fournissent des informations uniformisées sur la base de batteries de critères, d'indices ou de labels, censés attester du degré de « durabilité » de tel ou tel actif financier. Dans la quasi-totalité des cas, ces informations sont fournies par les entreprises elles-mêmes. Bien entendu, occasionnellement, des ONG, des journalistes ou d'autres acteurs de la société civile qui sont sur le terrain dénoncent certaines pratiques de certaines entreprises et ces informations peuvent alors être intégrées dans ces évaluations. Cependant, pour l'essentiel, la responsabilité est évaluée de manière « incestueuse » entre l'industrie des fonds de placement et les entreprises cotées. On en veut pour preuve que, contrairement à d'autres industries qui font régulièrement l'objet d'évaluations, et par conséquent, de hiérarchisation, dans les médias, les fonds de placement durables ne sont pour ainsi dire jamais stigmatisés. Dès lors, le doute peut s'instaurer : cette légitimation trop courte laisse la place à des dénonciations du secteur dans son ensemble et à l'idée d'exercice alibi, de *green washing*, etc. L'erreur de l'industrie financière est de croire qu'elle peut à la fois être légitimement reconnue comme « responsable » tout en se soustrayant à la critique, ou en manipulant cette dernière.

## Bibliographie

- Alberola E. et Giamporcaro-Saunière S., 2006. Les agences d'analyse et de notation extra-financière : quels services pour quels investisseurs ?, *Revue d'économie financière*, Sept. n°85, 171-189
- Araujo P., 2015. Dynamique territoriales de l'innovation financière : le cas de la finance durable à Genève. Dans ;, Kebir L., Peyrache-Gadeau V. Costa P. and Crevoisier O. (Eds.) *Innovation, Sustainability and Regional Development*. Northampton: Edward Elgar publishing (à paraître).
- Arjaliès D.-L., 2010. A Social Movement Perspective on Finance: How Socially Responsible Investment Mattered, *Journal of Business Ethics* 92, 57-78.
- Benchemam F. et Chambost I., 2010. Quand l'analyse ISR devient financière : Une analyse des dispositifs cognitifs et organisationnels de légitimation, *Economies&Sociétés* 44 (11)
- Boltanski L. et Chiapello E., 1999. *Le nouvel esprit du capitalisme*, Paris: Gallimard.
- Boutaud A., 2005. *Le Développement Durable : penser le changement ou changer le pansement*, Thèse de l'Ecole nationale des Mines supérieures et de l'Université Jean Monnet à St-Etienne.
- Boltanski L. et Thévenot L., 1991. *De la Justification, les économies de la grandeur*, Paris: Gallimard.
- Boidin B. et Zuideau B., 2006. Socio-économie de l'environnement et du développement durable : états des lieux et perspectives, *Mondes en développement* 34 (135), 7-37.
- Callon M., Méadel C. et Rabeharisoa V., 2000. L'économie des qualités. In: *Politix* 13 (52), 211-239.
- Capelle-Blancard G. et Giamporcaro-Saunière S., 2006. L'investissement socialement responsable, *Cahiers Français*, 331, p. 70.
- Capron M. et Quairel-Lanoizelée F., 2004. *Mythes et réalités de l'entreprise responsable*, Paris : La Découverte.
- Corpataux, J., et Crevoisier, O., 2012. Gouvernance d'entreprise et mobilité/liquidité du capital: quel ancrage territorial dans une économie financiarisée? *Géographie, économie, société* 13(4), 387-411.
- Corpataux J., Crevoisier O. and Theurillat T., 2009. The Expansion of the Finance Industry and its Impact on The Economy: a Territorial Approach Based on Swiss Pension Funds, *Economic Geography* 85 (3), 313-334.
- da Cunha, A., 2003. *Le développement durable: une éthique du changement, un concept intégrateur, un principe d'action*. Observatoire de la ville et du développement durable-Institut de géographie Université de Lausanne.
- Demaria, C., 2004. *Développement durable et finance*. Editions Maxima.
- Denzin N. K., 1978. *The research act: a theoretical introduction to sociological methods*, New York: McGraw-Hill.
- Ethos, 2007. *Reporting environnemental et social des sociétés suisses*. Etude Ethos : [http://www.ethosfund.ch/upload/publication/p159f\\_070119\\_Etude\\_Ethos\\_Reporting\\_environnemental\\_et\\_social\\_des\\_socits\\_suissees.pdf](http://www.ethosfund.ch/upload/publication/p159f_070119_Etude_Ethos_Reporting_environnemental_et_social_des_socits_suissees.pdf)
- Eurosif, 2014. *European SRI Study 2014*, Ed E A.I.S.B.L. URL: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/09/Eurosif-SRI-Study-20142.pdf>
- Evans J. and Jones P., 2008. Rethinking sustainable urban regeneration: ambiguity, creativity, and the shared territory, *Environment and Planning A* 40, 1416-1434.

- Favereau O. and Lazega E., 2002. *Conventions and structures in economic organization: Markets, networks, and hierarchies*. Edward Elgar publishing.
- Gabriel P. et Gabriel P., 2004. Diffusion du développement durable dans le monde des affaires, *Revue française de gestion* 5, 199-213.
- Harribey J. M., 2003. Le régime d'accumulation financière est insoutenable socialement et écologiquement, in *Harribey J.M. and Löwy M. (coordinateurs), Le capital contre nature*, Paris : PUF, Actuel Marx, 109-121.
- Hirschman A., 1986. Défection (exit) et prise de parole (voice): l'état du débat, in Hirschman A. (Eds.), *Vers une économie politique élargie*, Paris : Ed. de Minuits, 57-87.
- Huguenin A., 2012. La loyauté dans la gouvernance d'entreprise : le cas d'une filière de placement des caisses de pension suisses, *Mémoire de master*, Université de Neuchâtel.
- Ingham M., 2011. *Vers l'innovation responsable: Pour une vraie responsabilité sociétale*. De Boeck Supérieur.
- Jeannerat H. and Crevoisier O., 2011. Non-technological innovation and multi-local territorial knowledge dynamics in the Swiss watch industry, *International Journal of Innovation and Regional Development* 3 (1), 26-44.
- Jonas, H., 1990. The consumer's responsibility In: Ofsti A, ed. *Ecology and ethics*. Melbu: Nordland Akademi.
- Krueger R. and Agyeman J., 2005. Sustainability Schizophrenia or « Actually Existing Sustainabilities?» toward a Broader Understanding of the Politics and Promises of Local Sustainability in the US, *Geoforum* 36 (4), 410-417.
- Latouche S., 1999. The paradox of ecological economics and sustainable development, *Democracy and Nature* 5 (3), 501-509.
- Latouche S., 2003. L'imposture du développement durable ou les habits neufs du développement, *Mondes en développement* 1, 23-30.
- Louche C. and Hebb T., 2014. Socially Responsible Investment in the 21st Century: Does it Make a Difference for Society?, in *Critical Studies on Corporate Responsibility, Governance and Sustainability*, Ed Emerald, 275-297
- Krueger R. and Gibbs D., 2007. *The sustainable paradox: urban political economy in the United States and Europe*, Guilford Press.
- Livi C., Jeannerat H. et Crevoisier O., 2015. L'industrie photovoltaïque de suisse occidentale: un «milieu valueur» multi-local, *Innovations*, 46 (1), 89-113.
- Maréchal J-P, 2005. *Le développement durable: Une perspective pour le XXIe siècle*. Presses universitaires de Rennes
- Markowitz H., 1959. *Portfolio Selection : Efficient Diversification of Investments*, London: J. Wiley.
- Mortier G., 2013. *Finance éthique: le grand malentendu*, FYP, France.
- Muniesa, F. et Callon, M., 2009. La performativité des sciences économiques. *Traité de sociologie économique*, Paris, PUF Quadrige, 303-338.
- Novethic, 2014. *Réconcilier investissement responsable et gestion indicielle*, Novethic Research.
- ORSE, 2012. *Guide des organismes d'analyse sociale et environnementale*, URL : [http://www.orse.org/guide\\_des\\_organismes\\_d\\_analyse\\_sociale\\_et\\_environnementale-52-246.html](http://www.orse.org/guide_des_organismes_d_analyse_sociale_et_environnementale-52-246.html)
- Pesqueux Y., 2011. La responsabilité sociale de l'entreprise (RSE) comme discours ambigu, *Innovations* 34, 37-55

- Rainelli-Le Montagner H., 2003. *Nature et fonctions de la théorie financière: quelques réflexions*, Paris : Presses universitaires de France.
- Sachs I., 1998. *L'écodéveloppement*, Paris : Syros.
- Sassen S., 1991. *The global city*, Princeton: Princeton University Press.
- Sébastien L. et Brodhag C., 2004. A la recherche de la dimension sociale du Développement Durable, *Développement Durable et Territoires* (en ligne), dossier 3 : les dimensions humaines et sociales du Développement Durable.
- Theurillat, T., Corpataux, J., & Crevoisier, O., 2008. The impact of institutional investors on corporate governance: A view of Swiss pension funds in a changing financial environment. *Competition & Change* 12 (4), 307-327.
- Theurillat T. and Crevoisier O., 2013. The sustainability of a financialized urban megaproject: the case of Sihlcity in Zurich, *International Journal of Urban and Regional Research* 37 (6), 2052-2073.
- Theys J., 2002. L'approche territoriale du développement durable, condition d'une prise en compte de sa dimension sociale, *Développement durable et territoires*, Dossier 1 : approches territoriales du développement durable.
- Vivien F.-D., 2005. *Le développement soutenable*, Paris : La Découverte.
- Voss J-P., Smith A. and Grin J., 2009. Designing long-term policy: rethinking transition management, *Policy Sci* 42, 275-302
- Zuindeau B., 2000. *Développement durable et territoire*, Villeneuve d'Ascq: Presse Universitaires du Septentrion.
- Zuindeau B., 2006. *Le développement durable: Une perspective pour le XXIe siècle*, Sous la direction de J-P Maréchal et B. Quenault, Rennes : Presses universitaires de Rennes, *Développement durable et territoires. Économie, géographie, politique, droit, sociologie*.