

# **L'investissement socialement responsable imposé aux gérants de portefeuille : vraie réforme ou faux-semblant de la « Loi Grenelle II » en faveur de l'ISR ?\***

Ivan TCHOTOURIAN

Maître de conférences (Université de Nantes)

Membre de l'I.R.D.P. (E.A. 1166, Université de Nantes)

Chercheur associé à Sorbonne-Finance (Université Paris 1-Panthéon Sorbonne) et à la Chaire en gouvernance et droit des affaires (Université de Montréal)

Ancien titulaire de la Bourse de recherche Lavoisier EGIDE

Courriel : ivan.tchotourian@univ-nantes.fr

1<sup>ère</sup> version

(Merci de citer ce papier en respectant la référence Papyrus)

**Résumé :** L'article L. 214-12 du Code monétaire et financier modifié par la loi du 12 juillet 2010 portant engagement national pour l'environnement met à la charge des SICAV et des sociétés de gestion une obligation de prendre en compte et de divulguer les critères extra-financiers utilisés dans leur choix d'investissement. Cette réforme législative vient enrichir la thématique de la responsabilité sociale des entreprises devenue aujourd'hui incontournable en s'intéressant à son aspect financier : l'investissement socialement responsable (ISR). Destinée à donner de l'ampleur à l'économie verte, cette position rompt avec la posture traditionnelle réservée que le droit français observait en la matière. Toutefois, elle est dans le droit fil de nombreuses réglementations étrangères et de recommandations d'organisations et d'associations professionnelles tant nationales qu'internationales mais dans le même temps va bien au-delà. Cette étude analyse le *corpus* et les implications de la nouvelle rédaction de l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier. Bien que cette évolution issue de la « Loi Grenelle II » augure de conséquences positives pour l'avenir de la finance responsable, elle laisse place à de nombreux doutes susceptibles d'empêcher le droit de produire les effets désirés.

**Mots-clés :** Investissement socialement responsable (ISR), article 224 de la loi portant engagement national pour l'environnement, SICAV et sociétés de gestion, obligation de prise en compte, transparence, critères extra-financiers, appréciation critique.

---

\* L'auteur adresse ses plus vifs remerciements à la professeure Isabelle Riassetto de l'Université du Luxembourg pour ses remarques et conseils dans la rédaction de cette étude.

## **I - Introduction**

1. L'article 224<sup>1</sup> de la loi portant engagement national pour l'environnement dite « loi Grenelle II » adoptée le 12 juillet 2010 est venu enrichir la thématique de l'investissement socialement responsable (ISR). Peu d'études juridiques ont été, jusqu'à présent, consacrées à l'ISR dans le droit français<sup>2</sup>. L'actualité réglementaire intervenue au cours de cet été confirme la nécessité de modifier cet état de fait et de suivre en cela la littérature juridique anglo-saxonne qui s'est développée concernant ce domaine depuis de nombreuses années<sup>3</sup>. L'ISR n'est-il pas devenu un enjeu vital de l'économie du XXI<sup>ème</sup> siècle que la crise financière est venue rappeler<sup>4</sup> ? Dans une

---

<sup>1</sup> L'article 224 de la loi du 12 juillet 2010 correspond à l'ancien article 82 de l'exposé des motifs du projet de loi.

<sup>2</sup> C. Malecki, « L'investissement socialement responsable : un « must have » de la RSE », dans *Dossier : La Responsabilité Sociale des Entreprises*, C. Malecki (dir.), *Journal des sociétés*, n°69, octobre 2009, p.41 ; C. Malecki, « L'investissement socialement responsable : quelques problématiques actuelles », *Revue Lamy de droit des affaires*, juillet 2009, p.61 ; N. Cuzacq, « Aspects juridiques de l'investissement responsable », *Mélanges J. Dupichot, Bruylant*, 2005, p.129 ; I. Riassetto, « Investissement éthique », dans *Traité de Droit français des religions*, F. Messner et alii (dir.), Litec, 2003, n°2130. Plus globalement : C. Gollier et A. Leclair, « Pourquoi l'ISR a-t-il besoin de recherche universitaire ? Regards croisés », *Revue d'Economie Financière*, n°85, septembre 2006, p.11.

<sup>3</sup> Face à l'explosion du marché de l'ISR constatée ces derniers temps, une des questions posées au plan juridique est de savoir si un tel investissement est compatible avec les devoirs fiduciaires des gestionnaires de portefeuille envisagés dans la *common law*. Il apparaît que la responsabilité du gestionnaire n'est engagée que restrictivement, et en aucun cas lorsqu'il prend l'initiative d'investir dans des fonds ISR, tant qu'il respecte les devoirs qui lui incombent (devoirs d'agir avec prudence et d'être loyal), c'est-à-dire, que le gestionnaire a pris une décision d'investissement responsable au regard d'une évaluation des risques tout en respectant le principe de diversification (par exemple : B. J. Richardson, « Do the Fiduciary Duties of Pension Funds Hinder SRI? », *Banking and Finance Law Review*, 2007, n°22, p.146). Le sous-secrétaire d'Etat au département du travail et des retraites, Lord Mckenzie, a donné en 2008 le point de vue du gouvernement anglais sur les décisions d'investissement ISR : « *I would like to put on record the Government's view of the law. There is no reason in law why, in making investment decisions, trustees cannot consider social, ethical and environmental considerations, including sustainability, in addition to their usual criteria of financial returns, security and diversification* » (Parliament, House of Commons, Hansard, Great Britain, in *The Wall Street Journal*, November 26, 2008, Column, 161). Soulignant l'absence de violation des devoirs fiduciaires : J. E. Kerr, « Directors' Duties and the Pursuit of Social Investments », The Conference Board, *Director Notes* No. DN-002, January 2010 ; D. Serres et A. Cluzeau, « Investissement socialement responsable et devoirs fiduciaires », Mémoire de maîtrise Droit de l'entreprise, Université Laval, 5 décembre 2008, consultable au lien suivant : <http://www.memoireonline.com/03/09/2029/Investissement-socialement-responsable-et-devoirs-fiduciaires.html#fnref29> ; Freshfields Bruckhaus Deringer, « A Legal framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment », New York/Nairobi: United Nations Environmental Programme Finance Initiative, October 2005. p. 6 ; A. De Serres, « La responsabilité fiduciaire des gestionnaires de portefeuilles : Un moyen de propager les principes de finance responsable chez les investisseurs », dans *Responsabilité sociale d'entreprise et finance responsable : Quels enjeux ?*, Les Presses de l'Université du Québec, 2004, p.109 ; G. Yaron, « The Responsible Pension Trustee », *Estates, Trusts & Pensions Journal*, 2001, Vol. 20, p.305.

<sup>4</sup> P. Bollon et C. Pardo, « L'ISR : Un vrai business, un enjeu vital », *Revue d'Economie Financière*, n°85, septembre 2006, p.9. Une étude auprès de consultants en investissement et de responsables de fonds d'investissement d'Eurosif atteste que 89 % d'entre eux anticipe une augmentation de l'intérêt des fonds de

étude récente, MM. Cardo et Valli relèvent en ce sens que « [s]i l'ISR participe aujourd'hui à la diversification de l'offre des gestions, et apparaît à ce titre comme un phénomène de niche, on peut s'attendre à une sorte d'« irradiation positive » à terme, d'une ISR-isation, des gestions « classiques » par l'ISR, c'est-à-dire à la généralisation/intégration progressive à toutes les gammes de produits d'une partie, ou de la totalité, des résultats de l'analyse extra-financière et des démarches d'engagement résultant du dialogue entre investisseurs et émetteurs »<sup>5</sup>. Eu égard à cette constatation, l'encadrement de l'ISR résultant de la loi du 12 juillet 2010 doit être apprécié afin de déterminer si les instruments juridiques adoptés sont aptes à répondre à cet enjeu du futur.

**2. ISR, investisseurs institutionnels et sociétés de gestion :** Un investissement est dit socialement responsable si un investisseur optimise ses choix en matière d'allocation d'actifs, non plus uniquement sur la base de critères financiers, mais en y intégrant aussi des préoccupations sociales, éthiques et environnementales. Au-delà du marché en lui-même<sup>6</sup>, l'expression d'investissement socialement responsable exprime des réalités diverses<sup>7</sup>. Le spectre entourant la signification de l'acronyme ISR recouvre plusieurs styles<sup>8</sup> :

- L'intégration dans une décision d'investissement de considérations éthiques, religieuses, sociales, sociétales ou environnementales (« *community investing* ») ;
- L'exclusion de certains investissements considérés comme contestables (historiquement les entreprises du secteur du tabac, de l'alcool et des jeux, complétées aujourd'hui par le secteur de l'armement) : il s'agit alors de fonds d'exclusion (« *negative screening* ») ;
- L'investissement financier dans le capital de sociétés répondant à une sélection financière et extra-financière basée sur des critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance : la pratique évoque l'appellation de fonds ISR (« *positive screening* »)<sup>9</sup> ;

---

pension pour les questions environnementales, sociales et de gouvernance (Eurosif. « Investment Consultants and Responsible Investment Study », 2009).

<sup>5</sup> C. Pardo et T. Valli, « ISR : le rôle central du long-terme », *Analyse financière*, janvier-février-mars 2010, n°34, p.61, spéc. p.62.

<sup>6</sup> L'étude *Novethic* sur le marché français de l'ISR fait apparaître que les encours ISR détenus par la clientèle française à fin 2009 ont passé un cap et se sont établis à 50,7 milliards d'euros, avec un taux de croissance de + 70 % bien supérieur à celui de 2008 (+ 37 %). Voir : *Novethic, le média expert du développement durable*, « Les chiffres 2009 du marché français de l'ISR », juin 2010.

<sup>7</sup> T. Deveuhels, « ISR : un concept en devenir », *Revue d'Economie Financière*, n°85, septembre 2006, p.19. Voir par exemple le fait qu'*Eurosif* qualifie dans une étude récente des placements logés dans des fonds spéculatifs peu réputés pour leur sens de l'intérêt général de placements responsables (Eurosif, « 2010 High Net Worth Individual & Sustainable Investment Study », September 7, 2010).

<sup>8</sup> Nous reprenons la définition de l'ISR proposée par la Commission européenne en 2001 (Commission européenne, « Livre Vert : Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises », COM(2001) 366 final, 18 juillet 2001, spéc. p.22, § 85). L'étude de *Novethic* révèle que les fonds ISR demeurent majoritaires dans ce panorama (92 %), mais que les fonds d'exclusion sont en forte croissance (entre 12 % et 58 %). Par ailleurs, la France est *leader* de la gestion de fonds ISR en Europe devant le Royaume-Uni et la Belgique selon une étude publiée en 2008 par l'agence de notation *Vigéo* (aussi : C. Gatinois, « Les grandes fortunes plébiscitent les "investissements socialement responsables" », *Le Monde*, 7 septembre 2010). A cette classification proposée, peuvent être ajoutées d'autres formes d'ISR tels les fonds thématiques, les fonds de partage ou les produits financiers solidaires. Nous renvoyons au site internet de *Novethic, le média expert du développement durable* pour une définition de chacune de ces formes d'ISR (Novethic, « Repères ISR », 15 juin 2010).

<sup>9</sup> Les gérants de fonds ISR disposent de plusieurs options pour procéder à leur sélection d'investissement : retenir les valeurs les mieux notées dans un secteur d'activité au regard de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance prédéfinis (« *Best in class* ») ou indépendamment de leur secteur d'activité (« *Best in universe* ») ou encore, orienter leur choix vers les entreprises qui marquent le plus leur volonté d'améliorer leur situation en ce domaine (« *Best effort* »).

- Le comportement proactif d'investisseurs afin de faire évoluer la direction de l'entreprise pour obtenir des améliorations en matière environnementale, sociale et de gouvernance *via* le dialogue direct, l'exercice des droits de vote en assemblées générales et/ou le dépôt de résolutions lorsque le dialogue est infructueux : les termes d'activisme actionnarial sont employés (« *shareholder advocacy* »).

Cette complexité de l'ISR s'intensifie par le fait que des actifs divers se retrouvent au sein de ces différents types de fonds. Les fonds ISR peuvent être investis sur le marché des actions, le marché obligataire et/ou le marché monétaire.

3. En dépit d'une multitude de facettes, l'ISR demeure l'un des vecteurs essentiels de l'intégration d'une démarche responsable dans et par les entreprises. Dans la gestion des actifs financiers qui sont investis dans les entreprises, il impose *a minima* une prise en considération de critères autres que financiers (telles les questions sociales et environnementales) par certains professionnels de la finance comme les gérants de l'épargne collective que sont les investisseurs institutionnels<sup>10</sup>. Les études les plus récentes révèlent, en effet, que la majorité de la finance ISR est aujourd'hui le fait des investisseurs institutionnels<sup>11</sup> si influents sur les marchés financiers mondiaux<sup>12</sup>. Ces investisseurs peuvent confier la gestion financière, administrative et comptable de leurs produits financiers à des sociétés de gestion de portefeuille d'investissement (« *asset managers* »)<sup>13</sup>. Prestataires de services d'investissement et gérantes d'un capital pour le compte

<sup>10</sup> Sur ce sujet, voir : F. Manin, « Les investisseurs institutionnels », thèse Paris I, 1996. Les investisseurs institutionnels ne constituent pas un groupe homogène sur les marchés financiers et peuvent être regroupés de diverses manières (en ce sens : R. Martin, P. D. Casson and T. H. Nisar, « Investor Engagement : Investors and Management Practice under Shareholder Value », Oxford University Press, 2007, *spéc.* p.38). Pour l'essentiel, la distinction suivante peut être retenue : organismes de placement collectif, compagnies d'assurances, fonds de pension et fonds d'investissement spéculatifs (« *hedge funds* »).

<sup>11</sup> Le rapport parlementaire de MM. Grouard et Pancher indique que la finance ISR est gérée pour les trois quarts par les investisseurs institutionnels (Assemblée nationale, « Rapport portant engagement national pour l'environnement (n°1965), Tome I, n°2449, 9 avril 2010, *spéc.* p.526). Selon une étude du Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) datée de 2003, la part des investisseurs institutionnels est comprise entre 90 à 95 % au niveau mondial. Aussi : C. De Brito et *alii* (dir.), « L'Investissement Socialement Responsable », *Economica*, 2005, *spéc.* p.32.

<sup>12</sup> Alors que l'actionnariat individuel représentait en 1950 aux Etats-Unis 93 % des actionnaires, ce chiffre est tombé à 33 % en 2006 (C. K. Brankato and S. Rabimov, « The 2008 Institutional Investment Report: Trends in Institutional Investor Assets and Equity Ownership of U.S. Corporations 20 », *The Conference Board*, September 2008). Pour d'autres, ce chiffre serait plus faible, aux alentours de 27 % (J. C. Bogle, « Reflections on Toward Common Sense and Common Ground? », *Iowa Journal Corporation Law*, 2007, Vol. 33, p.31, *spéc.* p.31). En Europe, la détention d'actions ordinaires par les ménages dans les entreprises cotées en 2002 est de 14,3 % au Royaume-Uni, 6,5 % en France et 22,9 % en Allemagne (J. Tirole, « The Theory of Corporate Finance », Princeton University Press, 2006, *spéc.* p.37). Pour une comparaison internationale : M. M. Siems, « Convergence in Shareholder Law », Cambridge University Press, 2008, *spéc.* p.189 ; T. Clarke, « Finance, Law and Markets: The Institutional Elements of Corporate Governance », in *International Corporate Governance: A Comparative Approach*, Routledge, 2007, p.83, *spéc.* p.109.

<sup>13</sup> La société de gestion est définie dans la directive du 13 juillet 2009 (Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), *J.O.U.E.*, 17 novembre 2009, L. 302/32) comme « (...) une société dont l'activité habituelle est la gestion d'OPCVM prenant la forme de fonds communs de placement ou de sociétés d'investissement (gestion collective de portefeuille d'OPCVM) ». Il s'agit d'une structure sociétaire (M. Storck, « Sociétés de gestion de portefeuille - Agrément - Mandats de gestion de portefeuille », Fascicule 2210, Jurisclasseur Banque - Crédit - Bourse, novembre 2006, *spéc.* n°10). Dans le dispositif français, si l'intervention d'une société de gestion est impérative en matière de fonds commun de placement (ce dernier étant constitué à l'initiative

de tiers, les sociétés de gestion sont agréées à cet effet par l'Autorité des marchés financiers (AMF) et s'engagent à gérer de manière indépendante et dans l'intérêt exclusif de l'investisseur les sommes qui leur sont confiées<sup>14</sup>. Dans le cas d'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), son fonctionnement est alors assuré par deux organes : un dépositaire<sup>15</sup> et un gestionnaire (la société de gestion de portefeuille).

**4. Réflexions sur la gouvernance des investisseurs institutionnels :** A l'instar de ce qu'écrit le professeur Pérez<sup>16</sup>, l'ISR présente des liens ténus avec la gouvernance d'entreprise<sup>17</sup> et l'un de ses corollaires anglo-saxon, l'« *accountability* ». Ces deux concepts sont importants et complémentaires par rapport à la problématique de l'ISR : les épargnants soucieux d'effectuer un investissement responsable ne pourront vérifier le bien fondé de leurs actions (aux deux sens du

---

d'un dépositaire et d'une société de gestion), cette intervention est facultative en matière de sociétés d'investissement à capital variable (SICAV). Lorsqu'une SICAV ne fait pas intervenir une société de gestion, elle est qualifiée de SICAV autogérée.

<sup>14</sup> Articles L. 533-11 du Code monétaire et financier (« *Lorsqu'ils fournissent des services d'investissement et des services connexes à des clients, les prestataires de services d'investissement agissent d'une manière honnête, loyale et professionnelle, servant au mieux les intérêts des clients* ») et 314-3 du Règlement général de l'AMF (« *Le prestataire de services d'investissement agit d'une manière honnête, loyale et professionnelle qui sert au mieux l'intérêt des clients et favorise l'intégrité du marché. Il respecte notamment l'ensemble des règles organisant le fonctionnement des marchés réglementés et des systèmes multilatéraux de négociation sur lesquels il intervient* »). De même, la directive 2009/65/CE qui a remplacé la directive 85/611/CEE en matière d'OPCVM oblige les sociétés de gestion à agir au mieux des intérêts des OPCVM qu'elles gèrent et de l'intégrité du marché.

<sup>15</sup> Les dépositaires pouvant conserver les actifs des organismes de placement collectif sont déterminés dans un arrêté du 6 septembre 1989 : la Banque de France, la Caisse des dépôts et consignation, les établissements de crédit, les entreprises d'investissement habilitées à exercer l'activité de tenue de compte-conservation d'instruments financiers, les entreprises d'assurance et de capitalisation régies par le Code des assurances. Sur le rôle des dépositaires : A. Bougnoux, « OPCVM - Règles communes applicables aux OPCVM à vocation générale », Fascicule 2237, Jurisclasseur Banque - Crédit - Bourse, août 1996, *spéc.* n°110 et s.

<sup>16</sup> R. Pérez, « L'actionnaire socialement responsable », *R.F.G.E.*, 2002, Vol. 5, n°141, p.131, *spéc.* p.133.

<sup>17</sup> La relation entre gouvernance d'entreprise et ISR dépasse le seul activisme actionnarial qui demeure toutefois un aspect traditionnel du *corporate governance*. Voir : M. Tonello and D. J. Park, « The Shareholder Activism Report: Best Practices and Engagement Tools for Public Companies », *The Conference Board*, Research Report, 2010 ; R. Amann, J. Caby, J. Aussaud and J. Pineiro, « Shareholder Activism for Corporate Social Responsibility: Law and Practice in the United States, Japan, France and Spain », in *The New Corporate Accountability: Corporate Social Responsibility and the Law*, Cambridge University Press, 2007, p.336 ; S. Gillan and L. Starks, « The Evolution of Shareholder Activism in the United-States », *Journal of Applied Corporate Finance*, 2007, Vol. 19, n°1, p.55 ; C. Girard et J. Le Meaux, « L'activisme et l'engagement actionnarial », *R.F.G.E.*, 2007, n°1, p.113 ; C. Girard, « L'incidence de l'activisme actionnarial sur les mécanismes de gouvernance : le cas français », *Finance, Contrôle, Stratégie*, 2004, Vol 7, n°3, p.91 ; R. Marens, « Evolution du gouvernement des entreprises : l'émergence de l'activisme actionnarial au milieu du XXe siècle », *Finance Contrôle Stratégie*, 2003, Vol. 6, n°4, p.97 ; S. J. Schwab, and R. S. Thomas, « Realigning corporate governance: Shareholder Activism by Labor Unions », *Michigan Law Review*, 1998, Vol. 96, n°4, p.1018 ; S. Gillan and L. Starks, « Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: the Role of Institutional Investors », *Journal of Financial Economics*, 2000, Vol. 57, p.275 ; B. S. Black, « Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States », in *The new Palgrave Dictionary of Economics and Law*, P. Newman (Ed.), Stockton Press, 1998, p.459 ; M. P. Smith, « Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS », *The Journal of Finance*, 1996, Vol. 51, n°1, p.227 ; J. M. Karpoff, P. H. Malatesta, and R. A. Walking, « Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence », *Journal of Financial Economics*, 1996, Vol. 42, p.365.

terme) que si les dirigeants des entreprises concernées sont incités eux-mêmes à adopter un comportement socialement responsable (condition de gouvernance) et que s'ils sont amenés à en rendre compte (condition d'*accountability*). Au regard de l'intermédiation croissante et du rôle joué par les investisseurs institutionnels, il s'avère également essentiel que les épargnants bénéficient d'une information pertinente sur la gouvernance assurée par les gestionnaires en charge de l'épargne collective<sup>18</sup>. Si les gérants doivent agir dans l'intérêt de leurs clients<sup>19</sup>, ils doivent en parallèle respecter des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance, c'est-à-dire, les valeurs véhiculées par le fonds d'investissement<sup>20</sup>. Or, ce sujet de la gouvernance des fonds d'investissement fait précisément l'objet depuis quelques années d'une préoccupation croissante aux échelons nationaux et internationaux<sup>21</sup>. Le débat de la gouvernance des fonds d'investissement se trouve facilité par la remise en question de l'efficacité des gestionnaires de fonds à sélectionner, à contrôler et à évaluer les entreprises dans lesquelles ils investissent. La tempête financière qui sévit sur les plus grandes places financières mondiales illustre cette crise de confiance et donne aux législateurs l'occasion d'intervenir pour assainir certaines pratiques et

---

<sup>18</sup> C. De Brito, « ISR: comment les critères extra-financiers impactent les objectifs de gestion ? », *Revue d'Economie Financière*, n°85, septembre 2006, p.151.

<sup>19</sup> Pour les OPCVM : articles L. 214-3 du Code monétaire et financier. Pour les sociétés de gestion : voir *supra* paragraphe 3, note 13.

<sup>20</sup> I. Riassetto, « Fonds éthiques et sociétés commerciales », Mélanges D. Schmidt, Joly éditions, 2005, p.399, *spéc.* p.411, n°17.

<sup>21</sup> En juin 2004, les autorités américaines ont largement influencé le débat sur la gouvernance des fonds d'investissement suite aux scandales ayant éclaté dans l'industrie de la gestion d'actifs. Elles exigent la présence d'administrateurs indépendants au sein des conseils d'administration des *mutual funds* afin que les intérêts des porteurs soient correctement représentés. Certains pays, comme l'Australie ou le Canada, ont aussi imaginé des solutions innovantes en ce domaine, de façon à assurer un contrepoids institutionnel et un contrôle plus régulier du gestionnaire par les investisseurs. Preuve que cet enjeu devient un sujet de préoccupation internationalement partagé, le comité permanent de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) consacré à la gestion d'actifs (*Standing Committee 5, SC5*) a décidé en 2004 d'établir des principes communs dans le domaine de la gouvernance des fonds d'investissement (OICV, « Examination of Governance for Collective Investment Schemes: Independence Criteria, Empowerment Conditions and Functions to be Performed by the Independent Oversight Entities », Part II, Final Report, Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, 2007 ; OICV, « Examination of Governance for Collective Investment Schemes », Part I, Final Report, Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, 2006 ; OICV, « Collective Investment Schemes as shareholders: Responsibilities and Disclosure », Report to the Technical Committee Standards on Fees and Expenses of Investment Funds, 2004 ; OICV, « Conflicts of Interests of CIS operators », Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, 2000). Illustrés par les meilleures pratiques recensées en la matière, ces principes ont vocation à inspirer les différents pays membres de l'OICV, quelles que soient les structures juridiques des fonds gérés. En outre, l'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE) a publié au mois de juillet 2009 ses nouvelles lignes directrices sur la gouvernance des fonds de pension (OECD, « OECD Guidelines for Pension Fund Governance », July 7, 2009) et en mars 2009 son projet sur la gouvernance des assureurs en vue de modifier les lignes directrices définies en 2005 (IAIS and OECD, « Issues Paper on Corporate Governance », March 13, 2009). Pour plus de détails, voir notamment : F. Stewart and J. Yermo, « Pension Fund Governance: Challenges and Potential Solutions », *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, No. 18, 2008 ; A. Cadbury and I. M. Millstein, « The New Agenda for ICGN », Discussion Paper, 1, 2005, London : International Corporate Governance Network ; J. C. Bogle, « The Battle for the Soul of Capitalism », New Haven, CT: Yale University Press, 2005 ; C. Stevant, « La gouvernance des fonds », Table-ronde 3, *Les Entretiens 2005 de l'Autorité des marchés financiers*, 29 novembre 2005.

favoriser l'investissement à long terme<sup>22</sup> dont fait partie l'ISR. Le bilan du Centre d'Analyse Stratégique dans sa note de veille de janvier 2009 ne dit pas autre chose<sup>23</sup> : « la crise pourrait (...) révéler une faille dans le système de gouvernance des investisseurs institutionnels (...) La montée des investisseurs institutionnels dans la gestion collective de l'épargne mondiale, à la faveur du vieillissement démographique, soulève la question de leur rôle à long terme et de leur influence stabilisatrice sur les marchés (...). La confiance dans les « fonds de pension » (au sens large, c'est-à-dire des investisseurs portant des droits à la retraite) doit être de même nature que celle accordée aux banques (qui gèrent le bien collectif qu'est la monnaie) dans la mesure où une incertitude radicale sur les revenus de l'inactivité entraînerait des comportements de consommation tout au long de la vie au mieux sous-optimaux, au pire chaotiques. Or, la concurrence entre gestionnaires de fonds sur les marchés financiers pour afficher les meilleures performances à court terme est parfois incriminée comme étant à l'origine d'un affaiblissement de leur fonction stabilisatrice (...) Cette concurrence ne remplit pas alors les conditions prudentielles nécessaires pour établir la confiance dans le système, en raison des relations asymétriques entre les gestionnaires des fonds et leurs mandants, autrement dit les épargnants : ces derniers n'exercent qu'un contrôle insuffisant sur la gestion de leur épargne ». La loi portant engagement national pour l'environnement en se concentrant sur la gouvernance des fonds de placement de l'épargne collective s'inscrit dans ce débat contemporain et constitue un facteur d'évolution des marchés financiers en vue de faciliter la promotion de l'ISR<sup>24</sup>.

5. Après avoir exposé le contexte de l'évolution législative intervenue au début de l'été 2010 (II), la rédaction nouvelle de l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier sera présentée et remplacée dans un contexte national et international mêlant initiatives d'ordre publique et d'ordre privé (III). Par la suite, la pertinence de cette mesure gouvernementale au regard du développement futur de l'ISR sera débattue et la question de l'orientation de la France en faveur de la croissance verte décryptée (IV).

## **II - Article 224 de la loi portant engagement national pour l'environnement : la contrainte et l'« accountability » au cœur de la réforme française de l'épargne**

6. Ayant pour objet le renforcement de la gouvernance des fonds d'investissement, la réforme introduite au travers de l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier témoigne, pour la première fois en France, d'une appréhension règlementaire de la gestion ISR (B). Cette évolution de la législation rompt avec la timidité qui caractérisait jusqu'à présent la situation française (A).

---

<sup>22</sup> La réorientation de l'économie en faveur du long-terme est demandée par la communauté des affaires dans de nombreux pays, par exemple : Paris Europlace, « Le développement de l'épargne longue », Y. Perrier (dir.), Juin 2010 ; Institut de l'entreprise, « L'entreprise de l'après-crise : Favoriser une meilleure prise en compte du long terme », *Les Notes de l'Institut*, janvier 2010 ; American Bar Association Section of Business Law, « Report of The Task Force of the ABA Section of Business Law Corporate Governance Committee on Delineation of Governance Roles & Responsibilities », November 2009 ; The Aspen Institute, « Long-Term Value Creation: Guiding Principles for Corporations and Investors », 2008 ; W. Donaldson, « CED Releases Built to Last: Focusing Corporations on Long-Term Performance, Urges end to 'Short-Termism' », Keynote Speech SEC, October 9, 2007 ; Canadian National Roundtable on the Economy and the Environment, « Capital Markets and Sustainability: Investing in a Sustainable future », 2007.

<sup>23</sup> Centre d'analyse Stratégique, « Analyse : Après la crise, quelles pistes de changement dans la régulation du capitalisme ? », *La note de veille*, janvier 2009, n°120, spéc. p.5 et s.

<sup>24</sup> Présentant ces facteurs : C. de Brito et alii (dir.), *op. cit.*, p.16 et s.

## **A) Une transparence relative des fonds de placement**

7. Depuis 2001, il existe un cadre législatif français en rapport avec l'ISR. Deux lois ont en effet introduit des références à ce type de placements<sup>25</sup>. Il s'agit de la loi n°2001-624 du 17 juillet 2001 qui institue le Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR)<sup>26</sup> et la loi n°2001-152 du 19 février 2001 sur l'épargne salariale<sup>27</sup>. Ces deux lois contiennent des dispositions incitant à prendre en compte des critères sociaux et environnementaux dans les politiques d'investissement du Fonds de réserve des retraites et dans l'épargne salariale.

8. Pour les OPCVM, c'est à dire pour les placements collectifs ouverts<sup>28</sup> destinés à faciliter le financement d'entreprises<sup>29</sup>, il n'existait jusqu'à maintenant aucun cadre juridique similaire<sup>30</sup>. Le

---

<sup>25</sup> I. Delahousse, « A quelles conditions l'épargne-retraite peut-elle contribuer au développement de l'investissement socialement responsable ? », *Revue d'Economie Financière*, n°85, septembre 2006, p.295.

<sup>26</sup> Le FRR est un organisme public ayant pour vocation de gérer une provision de 28 milliards d'euros à long-terme pour le financement des retraites. Le législateur a contraint ce fonds à une démarche ISR. Le directoire du FRR rend compte régulièrement au conseil de surveillance de « (...) la manière dont les orientations générales de la politique de placement du fonds ont pris en compte des considérations sociales, environnementales et éthiques » (article L. 135-8 al. 6 du Code de la sécurité sociale). Le Conseil de Surveillance du FRR a demandé au Conseil Exécutif de contribuer activement à la promotion des meilleures pratiques, encourageant ainsi les sociétés de gestion à intégrer, dans leur analyse des actifs financiers, des valeurs traduisant un développement économique, social et environnemental équilibré. Une stratégie articulée autour de trois volets a été définie visant à promouvoir l'intégration des aspects ESG (Environnement, Social et Gouvernance) et les meilleures pratiques en matière de gouvernance : une politique active de vote dans laquelle le FRR a investi, un élargissement des critères de recherche et de sélection des entreprises afin de prendre en compte certains critères ESG pour les sociétés de gestion retenues par le FRR dans le cadre de la gestion des mandats européens et une création de mandats dédiés ESG avec pour objectif d'avoir une meilleure compréhension de l'analyse ESG et de la valeur ajoutée résultant des facteurs ESG (Freshfields Bruckhaus Deringer, *art. préc.*). Ce positionnement du FRR s'apparente à celui des fonds de pension en Grande-Bretagne dans une approche de gestion à long-terme.

<sup>27</sup> La société de gestion du FCPE (fonds communs de placement d'entreprise) peut être contrainte, par son règlement, de préciser « les considérations sociales, environnementales ou éthiques » que le gestionnaire du fonds doit respecter dans l'achat ou, la vente de titres, ainsi que dans l'exercice des droits qui leur sont attachés (article L. 214-39 al. 11 du Code monétaire et financier). Le rapport annuel du fonds rend compte de leur application, dans des conditions définies par l'Autorité des marchés financiers. Il faut relever que la loi a instauré une possibilité et non pas une obligation et que la société de gestion et le dépositaire demeurent décisionnaires en tant que rédacteurs du règlement du fonds (article L. 214-24 al. 2 du Code monétaire et financier). Parallèlement, cette loi a suscité la création d'un comité intersyndical de l'épargne salariale (CIES) réunissant les syndicats historiques français (CFDT, CFE-CGC, CFTC et la CGT à l'exception de FO) destiné à contrôler chaque année les fonds d'épargne salariale proposés aux salariés français et à sélectionner les produits intégrant des dimensions ISR dans leur processus de gestion. Le CIES offre un label aux sociétés de gestion respectant un cahier des charges. Le CIES prône la démarche suivante : la société de gestion doit proposer un fonds, voire une gamme de fonds ISR et une majorité du conseil de surveillance des FCPE doit être composée de représentants des salariés.

<sup>28</sup> L'OPCVM est un des instruments de placement collectifs, au même titre que les organismes de titrisation, les sociétés civiles de placement immobilier, les organismes de placement collectif immobilier, les sociétés d'épargne forestière et les sociétés d'investissement à capital fixe (article L. 214-1 du Code monétaire et financier). Les OPCVM ont pour objet d'investir en instruments financiers l'épargne qu'il leur appartient de collecter par l'émission de parts ou d'actions (article 1<sup>er</sup> de la directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985). Sur les OPCVM, voir notamment : M. Storck et I. Riassetto, « OPCVM », Joly éditions, 2002 ; P. Didier, « Droit commercial : La monnaie, Les valeurs mobilières, Les effets de commerce », T. 3, P.U.F., 1999 ; G. Gallais-Hamonno, « SICAV et fonds communs de placement, les OPCVM en France », P.U.F., 1995.



législateur français ne s'est pas pour autant désintéressé de la gestion collective comme l'attestent les articles L. 533-22 du Code monétaire et financier et 314-100 et s. du Règlement général de l'AMF. L'article L. 533-22 du Code monétaire et financier impose aux sociétés de gestion d'exercer les droits de vote attachés aux titres détenus par les OPCVM qu'elles gèrent et demande, lorsque ce droit n'est pas exercé, d'en expliquer les motifs<sup>31</sup>. Le règlement général de l'AMF impose de son côté aux sociétés de gestion d'élaborer un document intitulé « *politique de vote* » présentant les conditions dans lesquelles elles entendent exercer les droits de vote attachés aux titres détenus dans les OPCVM gérés, ainsi qu'un rapport rendant compte des conditions dans lesquelles elles ont exercé ces droits de vote<sup>32</sup>. Antérieurement à ces initiatives réglementaires, certaines associations professionnelles avaient déjà exigé des gestionnaires d'actifs une politique de transparence. Ainsi, l'Association française de la gestion financière (AFG) représentant les professionnels de gestion d'actifs pour compte de tiers attache une importance particulière de longue date à l'exercice du droit de vote<sup>33</sup> et avait préconisé dès 1997 que les sociétés de gestion élaborent une politique de vote intégrant les critères de vote des résolutions<sup>34</sup>.

9. Le croisement des positions législatives et professionnelles<sup>35</sup> aboutissait à un constat insatisfaisant sur le thème de l'ISR : aucun renvoi spécifique n'était fait à la prise en compte des questions sociales et environnementales dans la divulgation des choix d'investissement effectués par les sociétés de gestion. La sensibilisation des acteurs financiers aux enjeux sociaux et environnementaux de leurs politiques d'investissement se révélait *a priori* faible<sup>36</sup>.

---

<sup>29</sup> A. Couret et H. Le Nabasque, « Droit financier », Dalloz, 2008, *spéc.* 443, n°771.

<sup>30</sup> Préconisant dès 2005 une extension à tous les OPCVM du régime existant en matière de FCPE en y ajoutant une reddition de compte selon une périodicité plus brève : I. Riassetto, « Fonds éthiques et sociétés commerciales », *art. préc.*, p.410, n°16. Malgré l'absence de règle, l'AMF accepte de longue date d'agréer un OPCVM qui utilise des critères autres que financiers pour sélectionner les titres dans lesquels il investit.

<sup>31</sup> Cette obligation nouvelle de « *comply or explain* » introduite par la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 n'est assortie d'aucune sanction directe (en ce sens : A. Couret, « Les dispositions de la loi de sécurité financière intéressant le droit des sociétés », *J.C.P.*, éd. E., 2003, 1290, n°36.). Voir : A. Gauvin, « Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion », *R.D.B.F.*, septembre-octobre 2005, p.39. A côté de la France, diverses législations nationales obligent les OPCVM à voter (F. Manin, « L'obligation de vote de l'OPCVM et du fonds de pension », *Banque & droit*, 1997, n°52, p.17).

<sup>32</sup> L'étude de l'AFG sur l'exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2009 fait apparaître que la moitié des sociétés de gestion informe les émetteurs (systématiquement ou au cas par cas) sur leur politique générale de vote lors des rencontres avec les dirigeants des entreprises (AFG, « Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2009 », 19 avril 2010).

<sup>33</sup> Les préconisations de la Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement (Fefsi) rappellent également le principe général selon lequel les gérants d'actifs doivent voter au mieux des intérêts des porteurs de parts (Fefsi, « Investment Fund Managers as Shareholders », 2002). Elles indiquent, en outre, que la société de gestion doit rendre compte de ses votes, prévoir des conditions d'archivage des votes émis et mettre en place des procédures pour l'instruction et le vote des résolutions.

<sup>34</sup> En 2005, l'AFG et le FIR ont élaboré un code de bonne conduite, le Code de transparence pour les fonds ISR ouverts au public (N. Cuzacq, « Commentaire du Code de transparence de l'AFG destiné aux fonds éthiques », *Gaz. Pal.*, 4-5 août 2006 ; P. Bollon et M. Léonard, « Pourquoi un Code de transparence AFG-FIR des fonds ISR grand public ? », *Revue d'Economie Financière*, n° 85, septembre 2006, p. 251).

<sup>35</sup> Pour plus de détails sur l'exercice du droit de vote, voir : C. Stevant, « Comment favoriser la démocratie actionnariale ? L'exercice par les sociétés de gestion des droits de vote détenus par les OPCVM : enjeux et perspectives », Table-ronde 2, *Les Entretiens 2004 de l'Autorité des marchés financiers*, 18 novembre 2004.

<sup>36</sup> L'AMF recommandait une mise en conformité avec les principes de transparence et la délivrance d'informations sur la définition précise du développement durable et des considérations ESG, sur les méthodes et *process* utilisés dans l'analyse, sur l'évaluation et le contrôle des considérations ESG mises en œuvre par les sociétés de gestion et les auditeurs externes, sur les règles éthiques appliquées par les

## **B) Changement de cap : Code de transparence et loi du 12 juillet 2010**

**10.** Les années 2009/2010 témoignent d'un changement de cap marqué par une intensification et un durcissement des initiatives pro-ISR qu'il s'agisse de positions émanant d'organisations professionnelles (1) ou du législateur (2). Ces positions ne se révèlent être cependant que la continuation de réflexions entamées par les professionnels de la gestion collective quelques temps auparavant. Ainsi, dès le 2 juillet 2009, les plus importants représentants d'investisseurs institutionnels, de gérants d'actifs et d'entreprises bancaires et financières (l'AFG, l'Association Française des Investisseurs Institutionnels, la Fédération Française des Sociétés d'Assurances, la Fédération Bancaire Française et Paris Europlace) se sont engagés dans une Charte de l'investissement responsable des acteurs de la Place de Paris et ce, en complément des travaux et chartes déjà engagés par les différents métiers<sup>37</sup>. Le principe n°1 (*Développer l'Investissement Socialement Responsable*) prévoit que les associations signataires incitent leurs membres à indiquer les modalités de prise en compte des critères ESG et leurs stratégies de placement, ainsi que d'en rendre compte publiquement chaque année.

### **1) Adoption du Code français de transparence ISR**

**11.** En décembre 2009, l'AFG et le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) ont approuvé le Code européen de transparence pour les fonds ISR ouverts au public<sup>38</sup>. Rendu obligatoire pour tous les fonds, ce code requiert des sociétés de gestion signataires d'améliorer la lisibilité et la transparence de la démarche des fonds ISR vis-à-vis des investisseurs. Pour arriver à ce résultat, il est demandé aux sociétés de gestion de portefeuille d'investissement de respecter six principes. Parmi ceux-ci, trois peuvent être signalés. Premièrement, le principe n°2 (critères d'investissement ESG) impose aux gestionnaires d'être clairs au sujet de l'objectif poursuivi par le ou les fonds et de leurs critères d'investissement environnemental, social et de gouvernance. Deuxièmement, le principe n°3 (processus d'analyse ESG) recommande aux gestionnaires de fournir des informations claires sur le processus d'analyse environnemental, social et de

---

auditeurs externes à leur évaluation, sur l'impact des stratégies de développement durable et les considérations ESG, sur le revenu de l'OPCVM et sur l'impact des problématiques ESG sur la gestion des OPCVM. Voir : Freshfields Bruckhaus Deringer, *art. préc.*

<sup>37</sup> Alors que la Fédération Bancaire Française (FBF) s'était peu engagée sur le domaine de l'ISR, Paris Europlace et la Fédération Française des Sociétés d'Assurances (FFSA) avaient adopté des positions volontaristes. D'un côté, les recommandations de Paris Europlace du 14 mai 2008 demandaient au législateur la mise en place d'un *reporting* annuel public sur la manière dont les investisseurs institutionnels avaient pris en compte les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance dans leurs décisions de placement (proposition n°1 dans *Rapport de la Commission Paris Europlace*, « Investissement Socialement Responsable », 14 mai 2008). Cette obligation de *reporting ex post* n'entraîne aucune obligation de prendre en compte ces critères et, encore moins, de normaliser des critères ESG visés qui devaient rester de la responsabilité des organes de décision compétents des investisseurs (ils peuvent varier en fonction des préférences de leurs mandants). Cet examen donnait lieu à un rapport communiqué à l'assemblée générale. D'un autre côté, la FFSA a adopté le 21 janvier une charte de développement durable dans laquelle l'objectif IV de favoriser une politique d'investissement responsable se traduit par l'indication de la manière dont les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance sont pris en compte dans la gestion d'actifs.

<sup>38</sup> AFG et FIR, « Investissement socialement responsable : Code de transparence pour les fonds ISR ouverts au public », décembre 2009. Aussi : AFG, « Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », janvier 2010 ; AFG, « Règlement de déontologie des OPCVM et de la gestion individualisée sous mandat – Dispositions », 2009, *spéc.* p.12 ; AFG, « Règlement de déontologie des OPCVM et de la gestion individualisée sous mandat – Recommandations », 2009, *spéc.* p.16.

gouvernance de leurs investissements. Troisièmement, le principe n°6 (politique de vote) exige une transparence des gestionnaires de portefeuille concernant leur politique de vote.

## **2) Nouvelle rédaction de l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier**

**12.** Suivant les recommandations de Paris Europlace, l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier est complété par un alinéa ainsi rédigé : « *Les sociétés d'investissement à capital variable et les sociétés de gestion mentionnent dans leur rapport annuel et dans les documents destinés à l'information de leurs souscripteurs les modalités de prise en compte dans leur politique d'investissement des critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance. Elles précisent la nature de ces critères et la façon dont elles les appliquent selon une présentation type fixée par décret. Elles indiquent comment elles exercent les droits de vote attachés aux instruments financiers résultant de ces choix* ».

**13.** La loi « Grenelle II » oblige donc les gérants de portefeuilles et les SICAV autogérées à indiquer, dans leur rapport annuel et dans les documents à destination des souscripteurs, s'ils prennent en compte ou non les préoccupations du développement durable et, le cas échéant, à préciser la manière dont ils le font<sup>39</sup>. Il s'agit d'une obligation de transparence<sup>40</sup> pour que les investisseurs, notamment les particuliers, puissent distinguer les OPCVM retenant une approche sociale et environnementale des autres OPCVM. La loi pose le principe d'un droit à une information *a priori*<sup>41</sup> et *a posteriori*<sup>42</sup> au profit des actionnaires et des porteurs de parts. Mais, le texte va plus loin en rendant obligatoire, et non facultative, la prise en compte de critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux ou de qualité de gouvernance dans la politique d'investissement des SICAV ou des sociétés de gestion<sup>43</sup>. L'élaboration de l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier nous amène à adopter cette interprétation. Le processus législatif révèle, en effet, le volontarisme et le dynamisme qui a entouré la rédaction de l'article 224. Force est de constater que cette rédaction est différente de la formulation de l'exposé des motifs<sup>44</sup> qui visait les sociétés d'investissement à capital variable et les sociétés de gestion de manière alternative, n'imposait de communication qu'à travers le rapport annuel et n'avait pas prévu à la charge des OPCVM une véritable obligation de prendre en compte des critères relatifs au respect

---

<sup>39</sup> Pour un commentaire : F. Bussière, Chronique Gestion collective, *Banque & droit*, n°132, juillet-août 2010, p.37.

<sup>40</sup> Quelques temps auparavant, la loi n°2008-776 de modernisation de l'économie du 4 août 2008 avait créée dans son article 81 l'obligation pour tout plan d'épargne d'entreprise de proposer à ses salariés dans son offre un fonds investissant pour partie dans l'économie solidaire, dont la dimension sociale est associée, en matière de commerce équitable, avec l'amélioration des conditions environnementales de production.

<sup>41</sup> Via les documents destinés à l'information des souscripteurs d'un OPCVM.

<sup>42</sup> Via l'information contenue dans le rapport annuel.

<sup>43</sup> A l'instar d'autres pays, la réglementation française ne stipule pas la façon dont les gérants doivent prendre en compte les questions ESG dans leurs décisions d'investissement. Les gérants demeurent libres de poser leurs critères d'investissement dans la limite du respect des exigences légales et réglementaires (I. Riassetto, « Fonds éthiques et sociétés commerciales », *art. préc.*, p.407, n°12).

<sup>44</sup> « Projet de loi portant engagement national pour l'environnement », n°155, 12 janvier 2009 : « *La SICAV ou la société de gestion mentionne dans son rapport annuel si elle a pris en compte dans sa politique d'investissement des critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux ou de qualité de gouvernance. Elle précise la nature de ces critères et la façon dont elle les applique. Elle indique comment elle exerce les droits de vote attachés aux instruments financiers résultant de ces choix* ».

d'objectifs sociaux, environnementaux ou de qualité de gouvernance<sup>45</sup>. Contrairement au projet de loi, il ne s'agit donc plus de mentionner s'il y a eu prise en compte, mais les modalités de cette prise en compte ce qui enlève *a fortiori* la liberté dont disposaient les gérants de portefeuille d'utiliser des critères ESG dans leurs choix d'investissement<sup>46</sup>. Ce caractère obligatoire a d'ailleurs été rappelé dans un rapport faisant un compte-rendu des travaux de la commission du développement durable à l'Assemblée nationale du 9 avril 2010<sup>47</sup>.

14. La réforme inaugurée en France au début de l'été 2010 s'avère loin d'être isolée au plan international et étatique, notamment lorsqu'est abordé le thème de la gouvernance des plans de retraite (III).

### **III - Dispositifs juridiques existant aux échelons internationaux et étatiques : « *believe that ESG issues are important* »<sup>48</sup>**

15. Diverses instances et organisations internationales ont adopté des dispositions favorisant l'ISR (A). Une majorité d'Etats industrialisés s'est fait le relais de cette normalisation polysémique en modifiant, avec une intensité toutefois variable, son cadre juridique de la gestion d'épargne collective<sup>49</sup> (B).

#### **A) Des préoccupations ISR énoncées au niveau supranational**

16. A l'instar de ce qui a pu être observé au plan national, l'ISR se trouve saisi au niveau international *via* des régulations d'ordre privé et d'ordre public<sup>50</sup>. Loin de s'affronter, ces deux formes de régulation se complètent pour que les critères sociaux et environnementaux de l'ISR prennent corps dans les décisions d'investissement<sup>51</sup>. D'une part, les principes des Nations-Unies pour l'investissement responsable, les principes de l'Equateur définis par les *Equator Principles*

---

<sup>45</sup> La modification de cet article a été adoptée par le Sénat : Sénat, « Rapport sur le projet de loi portant engagement national pour l'environnement (urgence déclarée), sur la proposition de loi présentée par MM. Philippe Marini et plusieurs de ses collègues tendant à rendre obligatoire la consultation des citoyens préalablement à l'implantation d'éoliennes de grande hauteur, sur la proposition de loi présentée par M. Jean Desessard, et plusieurs de ses collègues relative à la réglementation de l'implantation des antennes-relais de téléphonie mobile et à la réduction de l'exposition des personnes aux champs électromagnétiques », n°552, Tome 1, 9 juillet 2009, *spéc.* p.449.

<sup>46</sup> *Contra.* : F. Bussière, *art. préc.*

<sup>47</sup> Assemblée nationale, « Rapport sur le projet de loi, adopté par le Sénat, après déclaration d'urgence, portant engagement national pour l'environnement (n° 1965) », n°2449, 9 avril 2010, *spéc.* p.526.

<sup>48</sup> Extrait de UNEPFI, « Report on Progress 2009: A review of signatories progress and guidance on implementation », 2009, *spéc.* p.8.

<sup>49</sup> Les dispositions présentées ci-après ne concernent que celles qui sont en droite ligne de la position française à savoir l'obligation d'une prise en compte de critères extra-financiers et la divulgation de la politique de placement. Cependant, les instruments de politique gouvernementale destinés à promouvoir l'ISR ont été déployés en nombre depuis les années 1990. Pour une présentation de ces dispositions : B. J. Richardson, « SRI Regulation », in *Socially Responsible Investment Law, Regulating the Unseen Polluters*, Oxford University Press, 2008, p.281.

<sup>50</sup> T. Lambooy and M.-E. Rancourt, « Private Regulation: Indispensable for Responsible Corporate Conduct in a Globalizing World? », Bocconi School of Law Student-Ed. *Papers No. 2009-06/EN (2009)*, forthcoming in *Law & Globalization* (Bocconi School Law Student-Ed. Papers ed., VDM Publishing Saarbrücken 2009).

<sup>51</sup> F. Cafaggi, « Rethinking Private Regulation in the European Regulatory Space », *EUI Law Working Paper No. 2006/13*, 2006.

*Financial Institutions*, les principes du CERES et les lignes directrices de l'OCDE constituent autant d'initiatives appartenant à la sphère privée<sup>52</sup>. D'autre part, les textes adoptés par les instances européennes relèvent davantage du champ de la régulation publique. En dépit de la multitude de ces initiatives, force est de constater que toutes ne concernent pas la transparence ISR des politiques de placement et d'exercice des droits de vote des investisseurs institutionnels et que, lorsqu'elles l'abordent, la solution varie suivant l'acteur concerné (OPCVM, sociétés de gestion de portefeuille d'investissement, fonds de pension, investisseurs institutionnels).

### **1) Principes de l'investissement responsable**

**17.** Les principes de l'investissement responsable (*Principles for Responsible Investment*, PRI) institués par le Secrétaire général de l'Organisation des Nations Unies<sup>53</sup> et mis en place par le programme des Nations Unies pour l'Environnement Initiative Financière (UNEP FI) et le Pacte Mondial des Nations Unies témoignent de l'engagement mondial des acteurs de la finance en faveur de l'incorporation du développement durable dans les pratiques d'investissement<sup>54</sup>. Dans les engagements pris par les investisseurs institutionnels<sup>55</sup>, ceux-ci doivent rendre compte individuellement de leurs activités et de leurs progrès dans l'application des principes (Principe n°6). Plus précisément, il est demandé d'indiquer comment les questions environnementales, sociales et de gouvernance sont prises en compte dans leurs pratiques d'investissement et les activités menées en tant qu'actionnaire actif (vote, engagement et/ou concertation)<sup>56</sup>.

### **2) Principes de l'Equateur**

**18.** Le projet des principes de l'Equateur (« *The Principles Equator* ») a été élaboré lors d'une réunion de plusieurs acteurs du milieu bancaire, organisée en octobre 2002, à Londres par l'IFC (*International Finance Corporation*). Les principes de l'Equateur participent au mouvement de

---

<sup>52</sup> A côté des initiatives signalées ci-après, le projet du WBCSD « *secteur financier* » (*World Business Council for Sustainable Development*). Son but est d'identifier les opportunités et d'explorer les limites pratiques et légales de la responsabilité du secteur financier dans la promotion du développement durable. WBCSD a présenté son projet lors du sommet de Johannesburg en août 2002. Les conclusions du premier cycle de consultation ont définis comme priorités incontestables la reconnaissance et l'intégration du développement durable dans leur activité et la transparence. Pour une présentation : Observatoire de la Responsabilité Sociétale des Entreprises (ORSE), « Les principales initiatives « Finance » », 24 octobre 2006.

<sup>53</sup> <http://www.unpri.org/>.

<sup>54</sup> Ces principes pour l'investissement responsable ont été établis par un groupe international d'investisseurs institutionnels (gestionnaires de portefeuilles d'investissement ou propriétaires d'actifs) qui s'engagent à les adopter et à les appliquer dans la mesure où cela est compatible avec leurs responsabilités fiduciaires.

<sup>55</sup> Ces principes ne présentent pas de caractère obligatoire et fournissent uniquement un éventail d'actions possibles pour pouvoir incorporer les questions sociales, environnementales et de gouvernance au processus décisionnel d'investissement.

<sup>56</sup> Aux côtés des trois piliers communément admis (environnement, social et gouvernance), la prise en compte de l'environnement culturel dans les problématiques de développement durable est une nécessité revendiquée par la communauté internationale, sous l'égide de l'UNESCO. Or, la communauté financière n'avait pas encore intégré cet enjeu dans le cadre de l'ISR. En adhérant à la démarche de *diversum* qui encourage les initiatives d'investissement contribuant à promouvoir la diversité culturelle, quatre sociétés indépendantes (gérant ensemble plus d'un milliard d'euros) ont apporté une contribution à l'émergence d'une finance durable tournée vers la culture (J. Gouadain, « Investissement responsable et diversité culturelle : des gérants de portefeuille s'engagent pour promouvoir un nouveau pilier », *Méditerranée – L'information mondiale pour le développement durable*, 20 novembre 2009).

la finance responsable. Les participants adopté des règles s'appliquant au secteur bancaire pour répondre aux risques sociaux et environnementaux auxquels le financement de projet est confronté. Les banques entendent appliquer ces principes au financement de projets au plan mondial, et ce, dans tous les secteurs, dont l'industrie minière, le pétrole et le gaz, et la foresterie. Reposant sur une démarche volontaire, une quarantaine de grands établissements financiers (représentant 80 % des financements de projets dans le monde) ont adopté dix principes afin de s'assurer que les projets financés sont réalisés d'une manière socialement responsable et respectueuse de l'environnement<sup>57</sup>. En d'autres termes, les signataires s'engagent à sélectionner leurs choix d'investissements selon des critères de respect de l'environnement, des droits sociaux et humains. Ces principes ont vocation à servir de base et de cadre communs pour la mise en œuvre par chaque établissement de ses propres politiques, procédures et normes internes en matière sociale et environnementale, relatives à l'activité de financement de projets. Si ces principes visent le financement de projet *stricto sensu*<sup>58</sup> et s'éloignent de la problématique du *reporting* par les gestionnaires d'actifs, le principe de l'Equateur 10 (présentation des rapports) renvoie à l'idée de transparence en indiquant que chaque établissement financier adhérant aux principes de l'Equateur s'engage à publier au moins une fois par an un rapport sur ses procédures et ses résultats de mise en œuvre des principes de l'Equateur<sup>59</sup>.

### 3) Position du CERES

**19.** Le réseau nord-américain d'entreprises, d'investisseurs, de fonds de pension, d'organisations environnementales et de groupes d'intérêt public intitulé CERES (*Coalition for Environmentally Responsible Economy*) œuvre depuis 1989 en matière de protection environnementale<sup>60</sup>. Ayant pour but de favoriser des pratiques plus responsables, les entreprises et les marchés de capitaux sont encouragés à intégrer des critères environnementaux et sociaux dans les décisions d'investissement.

**20.** Dans un premier temps, le CERES a défini dans sa vision des entreprises du XXI<sup>ème</sup> siècle un principe en matière de politique d'entreprise et de système de gestion s'inscrivant nettement en faveur de l'investissement responsable : « *Companies will embed sustainability considerations into corporate policies and risk management systems to guide day-to-day decision-making* »<sup>61</sup>.

---

<sup>57</sup> Une nouvelle version des principes de l'Equateur a été promulguée le 6 juillet 2006 à Londres : « The "Equator Principles": A financial industry benchmark for determining, assessing and managing social & environmental risk in project financing », July 2006. Cette nouvelle version prend en compte les nouveaux critères de la Société financière internationale, filiale de la Banque mondiale chargée des investissements dans le secteur privé. Voir le site internet *The Principles Equator* consultable au lien suivant : <http://www.equator-principles.com/index.shtml>.

<sup>58</sup> Le financement de projet est un mode de financement dans lequel le prêteur considère avant tout les revenus générés par un projet, à la fois comme source de remboursement et comme sûreté de l'exposition. Ce type de financement joue un rôle important dans le financement du développement dans le monde entier, mais les prêteurs peuvent se trouver confrontés à des problèmes sociaux et environnementaux complexes et délicats, notamment lors de projets menés dans les marchés émergents.

<sup>59</sup> Le 3 août 2009, les principes d'Equateur ont adopté un guide de meilleures pratiques résumant les informations clés en matière environnementale et sociale devant figurer dans le contrat de prêt conclu par un établissement financier (The Equator Principles, « Best Practice: Guidance to EPFIs on Incorporating Environmental and Social Considerations into Loan Documentation », August 3, 2009).

<sup>60</sup> <http://www.ceres.org/Page.aspx?pid=705>.

<sup>61</sup> Voir le principe G4 dans Ceres, « 21st Century Corporation: The Ceres Roadmap to Sustainability », March 2010.

21. Dans un second temps, son étude concernant les pratiques des cinq cent plus importants gestionnaires d'actifs dans le monde publiée en janvier 2010<sup>62</sup>, énonce expressément qu'une bonne pratique pour les gestionnaires d'actifs serait d'inclure dans leur politique d'investissement ou, dans les lignes directrices des analystes, un rapport sur les risques et les opportunités attachés à la prise en compte de critères sociaux, environnementaux et de gouvernance. En parallèle, le rapport du CERES recommande aux investisseurs institutionnels d'adopter une politique durable afin de donner une ligne de conduite aux conseillers et gestionnaires. Cette politique inclut un exposé sur les principes en matière de politique de placement, un cadre pour la gouvernance du changement climatique et un guide pour le vote par procuration dans les domaines du changement climatique et toute résolution portant sur un aspect environnemental, social ou de gouvernance.

#### 4) Lignes directrices de l'OCDE

22. Dès 2004, l'OCDE a précisé dans la seconde partie de ses principes de gouvernement d'entreprise que : « *Institutional investors acting in a fiduciary capacity should disclose their overall corporate governance and voting policies with respect to their investments, including the procedures that they have in place for deciding on the use of their voting rights* » (principe II.F.1.). Ainsi, si seule était requise en 2004 la divulgation des politiques de vote sans autre précision concernant l'investissement responsable<sup>63</sup>, les lignes directrices sur la gouvernance des fonds de pension mises en place récemment vont bien au-delà. Dans la partie « *Disclosure* », l'OCDE<sup>64</sup> indique que : « *The governing body may also be required to disclose publicly if, and if so how, environmental, social, and governance considerations are taken into account in the investment policy* ».

#### 5) L'Union européenne : un *no man's land* amené à disparaître ?

23. Différents textes européens instituent une obligation de *reporting* concernant les produits d'investissement. Toutefois, cette réglementation des OPCVM et des fonds de retraite professionnels laissent peu de place aux préoccupations sociale et environnementale (a). Malgré ce bilan en demi-teinte, les prises de position récente du Parlement européen et d'*Eurosif* semblent rompre avec la réserve européenne (b).

##### a) Réglementation des OPCVM et des fonds de retraite professionnels

24. Les règles générales relatives aux produits de placement étaient établies, jusque récemment, par la directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Cette directive stipulait que les OPCVM des Etats membres devaient publier un prospectus et des rapports annuels et semestriels pour chacun des fonds qu'ils géraient. Ces documents devaient contenir les renseignements nécessaires pour que les investisseurs puissent porter un jugement fondé sur l'investissement qui leur était proposé,

<sup>62</sup> CERES, « Investors Analyze Climate Risks and Opportunities: A Survey of Asset Managers' Practices », January 2010.

<sup>63</sup> OECD, « OECD Principles of Corporate Governance », 2004, *spéc.* p.37. Aucune indication sur la prise en compte des critères sociaux et environnementaux dans la politique d'investissement ou l'exercice du droit de vote ne peut être trouvée dans le document de synthèse sur le gouvernement d'entreprise et la crise financière publié le 24 février 2010 (OECD, « Corporate Governance and the Financial Crisis : Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles », February 24, 2010), ainsi que dans les lignes directrices de l'OCDE intitulées « Guidelines for the Protection of Rights of Members and Beneficiaries in Occupational Pension Plans » édictées en 2003.

<sup>64</sup> OECD, « OECD Guidelines for Pension Fund Governance », *préc.*, p.13.

ainsi que sur l'évolution de l'activité et les résultats de l'OPCVM. Leur contenu était précisé en annexe 1 de la directive. Cependant, cette annexe (schéma A) n'imposait pas la publication des critères sociaux, environnementaux et éthiques qui entraient en ligne de compte dans les stratégies d'investissement. Fruit d'un long processus, la directive 85/611/CE a été modifiée à plusieurs reprises de manière substantielle et a finalement été remplacée par la directive 2009/65/CE du 13 juillet 2009<sup>65</sup>. La directive 2009/65/CE arrête les grands principes qui doivent être suivis lors de l'élaboration et de la fourniture des informations clés pour les investisseurs afin de les aider à prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause et de leur faire comprendre la nature et les risques du produit d'investissement qui leur est proposé. Remplaçant l'obligation de fournir aux souscripteurs un prospectus simplifié gratuit avant la conclusion du contrat, ce texte définit des informations clés qui doivent être obligatoirement transmises aux investisseurs, sous la forme d'un document spécifique, gratuitement, en temps utile avant la souscription de l'OPCVM. L'article 78 § 3 de la directive 2009/65/CE énonce un certain nombre d'éléments essentiels qui doit être divulgué. Parmi ceux-ci, figure une brève description de ses objectifs de placement et de sa politique de placement sans autre précision. Alors que la Commission européenne a été amenée à arrêter des mesures visant à donner un contenu détaillé et exhaustif aux objectifs et à la politique d'investissement, l'article 7 § 1 et § 2 de son règlement du 1<sup>er</sup> juillet 2010 ne prévoit aucune information particulière devant être diffusée concernant l'investissement responsable<sup>66</sup>. Le paragraphe 4 de ce même article laisse cependant la possibilité à la section « *Objectifs et politique d'investissement* » du document d'information clé de contenir d'autres éléments que ceux énumérés au § 2, y compris une description de la stratégie d'investissement de l'OPCVM, lorsque ces éléments sont nécessaires pour décrire adéquatement les objectifs et la politique d'investissement de l'OPCVM.

**25.** La directive 2003/41/CE du 3 juin 2003 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle établit les règles applicables aux fonds de retraite professionnels et peut être évoquée<sup>67</sup>. Dans son article 12 consacré à la déclaration relative aux principes fondant la politique de placement, chaque Etat membre veille à ce que chaque institution élabore et revoie au moins tous les trois ans, une déclaration écrite sur les principes de sa politique de placement. Cette déclaration doit être révisée immédiatement après tout

---

<sup>65</sup> Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), *J.O.U.E.*, 17 novembre 2009, L. 302/32 (pour un commentaire : M. Storck, *R.D.B.F.*, janvier-février 2010, comm., n°33). Le livre vert de la Commission sur les fonds d'investissement de 2005 qui a lancé un débat public sur la nécessité d'une action au niveau communautaire, ainsi que sur sa portée (Commission européenne, « Livre vert sur l'amélioration du cadre régissant les fonds d'investissement dans l'UE », COM(2005) 314, 12 juillet 2005) et le livre blanc sur les fonds d'investissement a notamment annoncé une série de modifications ciblées de la directive OPCVM (Commission européenne, « Livre blanc sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement », COM(2006) 686, 15 novembre 2006) n'évoquent pas le thème de l'investissement responsable.

<sup>66</sup> Règlement (UE) n°583/2010 de la Commission européenne du 1<sup>er</sup> juillet 2010 mettant en œuvre la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations clés pour l'investisseur et les conditions à remplir lors de la fourniture des informations clés pour l'investisseur ou du prospectus sur un support durable autre que le papier ou au moyen d'un site web, *J.O.U.E.*, 10 juillet 2010, L176/1. Le règlement d'application précise de façon exhaustive la forme et le contenu du document d'information clé pour l'investisseur (article 3 § 1). Sauf disposition contraire autorisée par le règlement, aucune autre information ou déclaration y est incluse.

<sup>67</sup> Directive 2003/41/CE du Parlement européen et du Conseil du 3 juin 2003 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, *J.O.U.E.*, 23 septembre 2003, L. 235/10.



changement majeur de la politique de placement. Ensuite, cet article mentionne les éléments *minima* qui doivent être inclus dans cette déclaration. A ce titre, les Etats membres font le nécessaire pour qu'une telle déclaration contienne, au moins, des éléments tels que les méthodes d'évaluation des risques d'investissement, les techniques de gestion des risques mises en œuvre et la répartition stratégique des actifs eu égard à la nature et à la durée des engagements de retraite. Si, au cours de l'élaboration du projet de directive, la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement Européen avait proposé que la déclaration exigée dans le cadre de l'article 12 d'inclure également la publication intégrale « *des principes de placement éthiquement et socialement responsables* » des fonds, la version finale de la directive n'a finalement pas fait apparaître ces éléments.

### **b) Résolution du Parlement européen et position d'Eurosif**

26. Si la mise en parallèle d'une résolution du Parlement européen et d'une position d'une association européenne<sup>68</sup> est discutable au plan juridique, elles présentent le point commun d'attester du souhait d'un renforcement du dispositif ISR. Tout d'abord, la résolution du Parlement européen du 13 mars 2007 « *Responsabilité sociale des entreprises : un nouveau partenariat* »<sup>69</sup> se déclare favorable à une pleine participation des investisseurs, en tant qu'acteurs, au débat relatif à la RSE au niveau de l'Union européenne. Par ailleurs, le Parlement européen affirme soutenir les appels lancés par les entreprises en faveur de la transparence plutôt que la prescription, au moyen de l'introduction à l'échelle de l'UE du « *principe de déclaration d'investissement* » pour les fonds d'investissement<sup>70</sup>.

27. Ensuite, au travers d'une position remarquée du 14 avril 2009<sup>71</sup>, *Eurosif* a demandé à la Commission européenne d'adopter des mesures en vue de renforcer la transparence des sociétés et des fonds de placement<sup>72</sup>. Concernant ces derniers, *Eurosif* a affirmé qu'il était nécessaire que les investisseurs institutionnels rendent publique la manière dont ils prenaient en considération, dans leur politique d'investissement, les facteurs sociaux et environnementaux<sup>73</sup>. Pour ce faire, *Eurosif* souhaite que l'UE introduise une déclaration obligatoire des politiques d'investissement dans laquelle l'ensemble des fonds d'investissement mentionne la mesure (s'il y a lieu) dans laquelle les considérations sociales, environnementales et éthiques sont prises en compte dans la sélection, la réserve et la réalisation des investissements et les politiques et l'exercice des droits (dont le droit de vote) attaché aux instruments financiers résultant de ces choix. Dans le cas où les gestionnaires auraient mis en place une politique contre l'investissement responsable, ils doivent divulguer cette information.

### **B) Des réformes étatiques en matière de plans de retraite**

---

<sup>68</sup> *Eurosif* est une association européenne à but non lucratif dont la mission est de promouvoir et de développer l'ISR. Les membres affiliés d'*Eurosif* incluent des fonds de pension, sociétés de gestion, agences de notations, universités, syndicats et ONG représentant plus de 1 000 milliards d'euros d'actifs.

<sup>69</sup> Parlement européen, « Résolution du Parlement européen sur la responsabilité sociale des entreprises : un nouveau partenariat », 13 mars 2007, 2006/2133(INI).

<sup>70</sup> *Ibid.*, § 33.

<sup>71</sup> *Eurosif*, « Public Policy Position Paper related to Sustainable and Responsible Investment ("SRI") », April 14, 2009.

<sup>72</sup> Nous ne reviendrons pas sur le Code européen de transparence pour les fonds ISR ouverts au public modifié en janvier 2010 par *Eurosif* et qui a été rendu obligatoire par l'AFG et le FIR en décembre 2009. Voir *supra* paragraphe 9.

<sup>73</sup> *Eurosif*, *op. cit.*, p.4.

28. La régulation relative à l'ISR est récente. Pendant longtemps, le législateur n'est pas intervenu dans cette sphère considérée comme privée et relevant d'initiatives religieuses, communautaires et militantes. Mais, les initiatives juridiques se font de plus en plus nombreuses depuis la fin des années 1990. Plusieurs droits étrangers ont ainsi imposé des considérations éthiques dans les stratégies d'investissement des caisses de retraite<sup>74</sup>. Certaines législations exigent, essentiellement des fonds de pension, qu'ils déclarent dans quelle mesure leurs politiques d'investissement intègrent des critères sociaux et environnementaux<sup>75</sup>. Il leur est donc possible de déclarer qu'ils ne prennent pas en compte de tels critères<sup>76</sup> : déclaration ne signifie donc pas pour autant prise en considération d'une démarche sociale ou environnementale<sup>77</sup>. En dépit de la

---

<sup>74</sup> B.J. Richardson, « Pensions Law Reform and Environmental Policy: A New Role for Institutional Investors? », *Journal of International Financial Markets: Law and Regulation*, 2002, Vol. 3, n°5, p.159. Comparer le cadre juridique et réglementaire pour les régimes de retraite est complexe, tant il fait intervenir des spécificités nationales (plans de retraite privés ou publics, plans de retraite professionnels ou individuels, plans de retraite obligatoires ou facultatifs, plans de retraites à prestation ou à cotisation définies) en plus d'appeler l'intervention de disciplines juridiques variées (lois sur l'épargne salariale, sur les fiducies, sur les contrats, sur la fiscalité, sur la sécurité sociale, sur l'emploi et sur les services financiers). Pour simplifier la comparaison, nous utiliserons la terminologie de l'OCDE (OECD, « Private Pensions: OECD Classification and Glossary », 2005).

<sup>75</sup> Pour une comparaison sur une échelle chronologique de législations ayant adopté une divulgation de la politique d'investissement responsable : UKSIF, « Focused on the Future - Celebrating Ten Years of Responsible Investment Disclosure by UK Occupation Pensions Funds », June 2010. Voir aussi de manière plus globale : Global Alliance for Responsibility, Democracy and Equity (GARDE), « Comment le reporting peut-il devenir un instrument efficace en matière de responsabilité des entreprises européennes ? », octobre 2007.

<sup>76</sup> A titre d'illustration en France, les banques et autres gestionnaires d'actifs labellisés fonds ISR par le centre de recherche sur la responsabilité sociale et environnementale des entreprises *Novethic* sont obligés de mener des études extra-financières, mais pas d'en tenir compte.

<sup>77</sup> Au Canada, en dépit d'un soutien du *Canada Pension Plan Investment Board's* (CPP Investment Board, « Policy on Responsible Investing », February 2007, spéc. p. 2) et d'un précédent dans la province du Manitoba (*The Manitoba's Pension Benefits Act*, Sections 28.1(2),(2.1),(2.2)), il n'y a pas à l'heure actuelle dans la législation des fonds d'investissement (*Canada Pension Benefits Standards Act*) de règles imposant la divulgation d'une prise en compte de critères sociaux, environnementaux ou de gouvernance dans l'exercice de leurs droits de vote et dans la décision d'investissement. Pas plus n'existe de diffusion de lignes directrices sur l'exercice du vote et du résultat des votes. Cependant, les banques, les compagnies d'assurance et les sociétés de prêt doivent publier annuellement un rapport explicitant leur contribution à l'économie et à la société canadiennes (*Public Accountability Statements (Banks, Insurance Companies, Trust and Loan Companies) Regulations*, SOR/2002-133, March 21, 2002 ; *Bank Act*, S.C. 1991, s. 459.3(1) ; *Insurance Companies Act*, S.C. 1991, s. 489.1(4) ; *Trust and Loans Companies Act*, S.C. 1991, s. 444.2(4)). Un projet de loi a été déposé en ce sens le 15 septembre 2009 par le parlementaire libéral Robert Oliphant (« Robert Oliphant, MP Presents Bill Requiring Pensions Funds to Disclose Environmental, Social or Governance Considerations in Investing », September 15, 2009, [http://www.share.ca/files/090915\\_Oliphant\\_Pension\\_Fund\\_Disclosure\\_en.pdf](http://www.share.ca/files/090915_Oliphant_Pension_Fund_Disclosure_en.pdf)). Soutenant l'adoption d'un dispositif juridique en ce sens : Shareholder Association for Research and Education, « Pension Fund Investment and Disclosure: Acknowledging Environmental, Social and Governance Considerations », Submission to the Federal Department of Finance, Financial Sector Division, March 16, 2009 ; D. Wheeler et T. Woodward, « Etude comparative des pratiques du Royaume-Uni et du Canada en rapport avec la transparence des régimes de retraite », mai 2004. Aux Etats-Unis, les sociétés d'investissement doivent diffuser les politiques et procédures usitées pour exercer leur droit de vote et ce, sans que le dispositif ne fasse expressément référence aux informations sociales ou environnementales (17 C.F.R. § 270.30b1-4 ; 17 C.F.R. § 275.206(4)-6)). Toutefois, il est intéressant de relever que la *Securities and Exchange Commission* (SEC) indiquait dans la version finale de son règlement que la RSE faisait partie des sujets pour lesquels il serait approprié que la société divulgue des informations (SEC, « Disclosure of Proxy Voting Policies and

multiplicité de ces évolutions réglementaires dans lesquelles la France puise une partie de son aspiration, cette dernière a donc été au-delà en imposant aux gestionnaires d'épargne collective une obligation d'intégrer des critères extra-financiers.

### 1) Le « révolution »<sup>78</sup> du Royaume-Uni

29. En réaction à la décision *Cowan v. Scargill*<sup>79</sup>, le Royaume-Uni a été le premier pays à mettre l'accent sur les devoirs de prudence et de responsabilité fiduciaire des gestionnaires de fonds institutionnels au travers d'une publication obligatoire des considérations sociales, environnementales et éthiques dans les stratégies d'investissement des plans de retraite professionnels<sup>80</sup>. Suite à l'adoption de la nouvelle loi britannique sur les retraites<sup>81</sup>, l'ordonnance *The Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005*<sup>82</sup> entrée en vigueur au 30 décembre 2005 est venue préciser que les administrateurs d'une société d'investissement devaient

---

Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies », 17 CFR Parts 239, 249, 270, and 274, Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922; File No. S7-36-02, April 14, 2003).

<sup>78</sup> R. Sparkes, « Socially Responsible Investment: A Global Revolution », Wiley, 2002.

<sup>79</sup> [1985] 1 Ch. 270.

<sup>80</sup> Précédemment, le rapport « *Modern Company Law for a Competitive Economy* » de juillet 2001 recommandait aux investisseurs institutionnels qui gèrent des fonds pour le compte d'autrui de divulguer la manière dont ils votaient en tant qu'actionnaire (The Company Law Review Steering Group, « Modern Company Law For a Competitive Economy », Final Report, Volume 1, July 2001). Récemment, le comité britannique des actionnaires institutionnels (*Institutional Shareholders' Committee*) a publié un code sur la responsabilité des investisseurs institutionnels (ISC, « Code on the Responsibilities of Institutional Investors », November 19, 2009). Dans ces lignes directrices, les investisseurs institutionnels se voient pressés de divulguer la manière dont ils ont exercé leur droit de vote (principes 1 et 6). Cette position se retrouve dans le code de bonne conduite des investisseurs institutionnels adopté au mois de juillet 2010 par l'organisme britannique indépendant chargé de renforcer la confiance dans l'information communiquée par les entreprises et dans la gouvernance de celles-ci (Financial Reporting Council, « The UK Stewardship Code », July 2010). L'exemple de la compagnie pétrolière BP alimente le débat sur les devoirs des investisseurs institutionnels et leur comportement en l'espèce : R. Sunderland, « Pension funds must be more vocal if they are to be good stewards of our cash », *The Guardian*, July 4, 2010.

<sup>81</sup> *Pensions Act*, 2004 Chapter 35. L'ancienne loi sur les régimes de retraite de 1995 avait été amendée en 1997 sans rendre obligatoire l'inclusion de précisions sur la politique d'investissement responsable dans la déclaration des principes d'investissement. Dans le texte définitif de l'*Occupational Pensions Schemes (Investment, and Assignment, Forfeiture, Bankruptcy etc.) Amendment Regulations 1999*, une clause sur le droit de vote avait été insérée et des précisions avaient été données sur les questions autres que les aspects financiers. La modification se lisait comme suit : « *Les questions prévues pour l'application de l'alinéa 35(3)f) de la loi de 1995 (autres points sur lesquels les fiduciaires doivent énoncer leur politique dans leur déclaration de principes d'investissement) sont : a) la mesure dans laquelle (s'il y a lieu) on tient compte des questions sociales, environnementales ou éthiques dans le choix, le maintien et la réalisation des investissements; b) leur politique (s'il y a lieu) en ce qui a trait à l'exercice des droits (dont les droits de vote) afférents* ». De nouveaux règlements ont aussi imposé des exigences semblables aux régimes de retraite du secteur public. La déclaration écrite des principes à l'origine de leur politique sur le placement des sommes versées dans le régime de retraite doit couvrir les mêmes points que ceux que les fiduciaires doivent inclure dans la déclaration qu'ils sont tenus d'établir en vertu de l'article 35 du *Pensions Act 1995*. Elle doit inclure la politique de l'autorité décrivant la mesure dans laquelle il est tenu compte des questions sociales, environnementales ou éthiques. En outre, l'exigence a été étendue aux pensions des parties intéressées exigeant une déclaration des principes d'investissement pour les régimes non constitués en vertu d'une fiducie qui mentionne la mesure dans laquelle (s'il y a lieu) on tient compte des questions sociales, environnementales ou éthiques dans le choix, le maintien et la réalisation des investissements.

<sup>82</sup> Statutory Instruments, Pensions, *The Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005*, 2005 No. 3378.

assurer l'élaboration et la révision périodique d'une déclaration de principes d'investissement<sup>83</sup>. Il s'agit d'une déclaration écrite sur les principes d'investissement qui déterminent les décisions d'investissement du fonds de pension<sup>84</sup>. En vertu de l'article 2(3)(c)(iv) du *The Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005*, ces informations doivent mentionner la mesure (s'il y a lieu) dans laquelle les considérations sociales, environnementales et éthiques sont prises en compte dans la sélection, la réserve et la réalisation des investissements<sup>85</sup>. Enfin, l'article 2(3)(c) du *The Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005* impose que la politique en rapport avec l'exercice des droits (y compris le droit de vote) attachée aux investissements soit divulguée<sup>86</sup>.

## 2) La multiplication des législations

30. En premier lieu, l'Australie est le pays dont la législation semble la plus ambitieuse en matière d'ISR derrière le Royaume-Uni. Entrée en vigueur le 11 mars 2002, la *Loi de Réforme des Services Financiers* stipule que tous les produits financiers composés au moins en partie d'investissements (assurance, assurance vie, produits bancaires, fonds de pension, fonds communs de placement, ...) doivent publier dans quelle mesure les normes du travail ou les considérations d'ordre environnemental, social ou éthique sont prises en compte dans la sélection, la réserve ou la réalisation de l'investissement<sup>87</sup>. La loi édicte également des sanctions en cas de fausse divulgation. De plus, ce sont également le droit des sociétés<sup>88</sup> et le droit des fonds de

---

<sup>83</sup> Article 2 du *The Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005* prise en application de l'article 114 du *Pension Act 2004*.

<sup>84</sup> Article 114(2) du *Pension Act 2004* : « *In this section "statement of investment principles" means a written statement of the investment principles governing determinations about investments made by or on behalf of the Board* ».

<sup>85</sup> « *A statement of investment principles must be in writing and must cover at least the following matters — (a) the trustees' policy for securing compliance with the requirements of section 36 of the 1995 Act (choosing investments); (b) their policies in relation to— (i) the kinds of investments to be held; (ii) the balance between different kinds of investments; (iii) risks, including the ways in which risks are to be measured and managed; (iv) the expected return on investments; (v) the realisation of investments; and (vi) the extent (if at all) to which social, environmental or ethical considerations are taken into account in the selection, retention and realisation of investments* ». La réforme imposant la prise en compte de critères sociaux, environnementaux et éthiques est entrée en vigueur le 31 juillet 2000 par un amendement au *Pension Act 1995* (H. Gregory and J. G. Pollack, « Corporate Social Responsibility », *Global Counsel*, March 2002, p.41, <http://www.practicallaw.com/global>).

<sup>86</sup> « *A statement of investment principles must be in writing and must cover at least the following matters — (...); and (c) their policy (if any) in relation to the exercise of the rights (including voting rights) attaching to the investments* ».

<sup>87</sup> Article 1013D : « *(1) Subject to this section, subsection 1013C(2) and section 1013F, a Product Disclosure Statement must include the following statements, and such of the following information as a person would reasonably require for the purpose of making a decision, as a retail client, whether to acquire the financial product: (...) (k) any other statements or information required by the regulations; and (l) if the product has an investment component—the extent to which labour standards or environmental, social or ethical considerations are taken into account in the selection, retention or realisation of the investment* ». Voir : G. Frost et al., « Bringing Ethical Investment to Account », *Australian Accounting Review*, 2004, Vol. 14, n°3, p.3 ; B. J. Richardson, « Ethical Investment and the Commonwealth's Financial Services Reform Act 2001 », *National Environmental Law Review*, 2002, Vol. 2, p.47.

<sup>88</sup> Article 7.9.14C *Corporation Regulation 2001* : « *For paragraph 1013D (4) (c) of the Act, the more detailed information to be included in a Product Disclosure Statement about the extent to which labour standards or environmental, social or ethical considerations are taken into account in the selection, retention or realisation of an investment is: (a) a statement that the product issuer does, or does not, take into account labour standards for the purpose of selecting, retaining or realising the investment; and (b) a*

pension d'entreprise<sup>89</sup> qui ont été modifiés sous l'influence de la *Loi de Réforme des Services Financiers* pour répondre aux exigences de l'investissement responsable. La commission australienne des valeurs mobilières complète ce cadre juridique au travers de lignes de conduite<sup>90</sup>. Sans préciser ce qui constitue une prise en compte des standards de travail, des considérations environnementales, sociales ou éthiques, cette commission entend faciliter la quantité, le format et la pertinence de cette divulgation<sup>91</sup>. Le Danemark est avec l'Australie le pays qui connaît une divulgation des plus étendue. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2009, les 1100 plus importantes sociétés cotées, les entreprises publiques et les investisseurs institutionnels (dont les fonds de pension) doivent publier annuellement leurs politiques et leurs procédures en matière de responsabilité sociale. Dans le cas où ils en seraient dépourvus, ils doivent également le divulguer<sup>92</sup>. Contrairement aux autres législations, les sociétés et les fonds de pension signataires du *Global Compact* ou des Principes de l'investissement responsable de l'ONU se voient dispenser de cette obligation.

**31.** En deuxième lieu, la réglementation allemande impose une divulgation des investissements dont le champ d'application est large puisque s'appliquant aux plans de retraite privés et professionnels. Les amendements introduits par la réforme du système de retraites allemand

---

*statement that the product issuer does, or does not, take into account environmental, social or ethical considerations for the purpose of selecting, retaining or realising the investment; and (c) if the Product Disclosure Statement includes a statement that the product issuer does take into account labour standards for the purpose of selecting, retaining or realising the investment — a statement outlining: i. the standards that the product issuer considers to be labour standards for that purpose; and ii. the extent to which the product issuer takes those standards into account in the selection, retention or realisation of the investment; and (d) if the Product Disclosure Statement includes a statement that the product issuer does take into account environmental, social or ethical considerations for the purpose of selecting, retaining or realising the investment — a statement outlining: i. the considerations that the product issuer regards as environmental, social or ethical considerations for that purpose; and ii. the extent to which the product issuer takes those considerations into account in the selection, retention or realisation of the investment ».*

<sup>89</sup> Article 42 de l'*Occupational Pension Law* : « *The pension provider must also produce an annual report that contains information about: 1. the financing of the plan, 2. the long-term and short-term investment and how social, ethical and environmental aspects are being taken into account, 3. investment returns, 4. expenses, 5. and profit sharing, if applicable* ».

<sup>90</sup> « *If a claim is made that no investment is made in companies associated with product X, the disclosure should clarify what associations this negative screen captures. For example, is the negative screen limited to companies that are directly associated with product X (e.g., they manufacture, mine or grow it) or does it extend to companies that have indirect associations with it (e.g., they transport or retail it)?* » (Australian Securities and Investments Commission (ASIC), article 1013DA de *Disclosure Guidelines*, December 2003 ; *Policy Statement 168: Product Disclosure Statements*, May 2005). Egalement : *Policy Statement 175.110* (ASIC, 2005).

<sup>91</sup> A. George, N. Edgerton and T. Berry, « *Mainstreaming Socially Responsible Investment (SRI): A Role for Government – Policy Recommendations from the Investment Community* », *Institute for Sustainable Futures*, University of Technology, 2005.

<sup>92</sup> Article 99a.-(1) du *Financial Statements Act* : « *Large businesses shall supplement their management's review with a report on social responsibility, cf. subsections (2)-(7). Corporate social responsibility shall mean that businesses voluntarily include considerations for human rights, societal, environmental and climate conditions as well as combating corruption in their business strategy and corporate activities. Businesses without policies on social responsibility shall disclose this information in their management's review. (2) The report shall contain information about 1) the policies of the business on social responsibility, including any standards, guidelines or principles for social responsibility that the business is using; 2) how the business realises its policies on social responsibility, including any systems or procedures in this respect; 3) assessment of the business on achievements resulting from its work on social responsibility in the financial year, and any future expectations to the work of the business* ».

(entrée en vigueur en 2002) ont impliqué de nouvelles obligations de *reporting* pour ces fonds de pension<sup>93</sup>. La *Loi de Prestation de Retraites (AvmG)* stipule que « le prestataire doit déclarer par écrit dans quelle mesure les besoins sociaux, environnementaux et éthiques ont été pris en compte dans les investissements des cotisations de retraites ». La *Loi de Certification (AltZertG)* fait de cette obligation une condition au maintien de l'authentification. Enfin, la *Loi sur les Assurances* s'inscrit en droite ligne en mentionnant que « l'administrateur du fonds de pension doit informer ses bénéficiaires par écrit de la prise en compte éventuelle des besoins sociaux, environnementaux et éthiques dans les investissements des cotisations de retraite »<sup>94</sup>.

**32.** En troisième lieu, un certain nombre de systèmes juridiques ont introduit une divulgation concernant les plans de retraite professionnels. Il en va ainsi en Autriche où l'article 25(a)1(6) du *Pensionskassen*<sup>95</sup> sur la déclaration des principes de politique d'investissement indique que cette dernière doit mentionner « *the potential selection of assets according to ethical, ecological and/or social criteria* ». Proche, une modification à la *Loi relative aux Retraites Complémentaires* introduite en Belgique en début d'année 2004 oblige les administrateurs de fonds à préciser dans leur rapport annuel dans quelle mesure ils tiennent compte des critères éthiques, sociaux et/ou environnementaux dans leurs politiques d'investissement<sup>96</sup>. Par ailleurs, l'Italie a adopté un décret le 5 décembre 2005 afin que les fonds de pension informent dans leur rapport annuel et dans leurs communications périodiques, si et dans quelle mesure ont été pris en compte les aspects sociaux, éthiques et environnementaux dans la gestion<sup>97</sup>.

**33.** En dernier lieu, la Suède dispose également d'une réglementation requérant la description de la manière dont les considérations environnementales et éthiques sont appréhendées dans les activités d'investissement, mais cette législation ne concerne que les plans de retraite publics.

**34.** A l'aune de ces observations faites au plan international et étatique, l'instauration d'une obligation et d'une transparence renforcée en matière de gestion collective semble tout à la fois originale et légitime. Toutefois, le contenu de l'article 224 de la loi du 12 juillet 2010 amène à s'interroger sur un certain nombre d'éléments remettant en cause la pertinence de l'intervention du législateur (IV).

#### **IV - Appréciation de l'innovation introduite par la loi du 12 juillet 2010**

**35.** La nouvelle rédaction de l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier amène à un constat qui oscille entre certitudes<sup>98</sup> (A) et doutes (B).

---

<sup>93</sup> *Versicherungsaufsichtsgesetz*, s. 10a Abs. 1, Appendix D, Chapter III, 2(cc); *Altersvorsorgevertraege-Zertifizierungsgesetz*, s. 7 Abs. 4 ; *Gesetzesentwurf Alterseinkuenftengesetz*, art. 5.

<sup>94</sup> Article 115(4) : *The pension fund must inform the beneficiaries in principle at the time of the conclusion of the contract and annually in writing if and how it takes ethical, social and environmental considerations into account in its investment policies.*

<sup>95</sup> Les caisses de retraite relevant du *Pensionskassen* sont les plans de retraite professionnels facultatifs existants dans le domaine public et privé.

<sup>96</sup> Article 4(3), *Loi relative aux pensions complémentaires - LPC*, 28 avril 2003, *Moniteur Belge*, 15 mai 2003.

<sup>97</sup> Article 6, § 14.

<sup>98</sup> Au-delà des considérations juridiques *stricto sensu*, MM. de Perthuis et Petit insistent sur l'aspect positif de ce qui permet d'élargir le poids de l'ISR tant ce dernier contrecarre la tendance à l'uniformisation des méthodes, *via* la gestion passive, qui accentue les phénomènes de mimétisme sur le marché de capitaux au

## A) Le temps des certitudes

36. L'article 224 de la « loi Grenelle II » constitue une avancée considérable en venant compléter le cadre juridique applicable à l'ISR<sup>99</sup>. Tout d'abord, la France se dote d'un dispositif d'une portée ambitieuse qui vise des acteurs du marché plus vastes que ceux des législations étrangères. En effet, alors que ces dernières se concentrent essentiellement sur la situation des plans de retraite (les propriétaires d'actifs), le régulateur français encadre désormais la situation des gestionnaires de portefeuille d'investissement (SICAV et sociétés de gestion) après s'être occupé en 2001 des gestionnaires des retraites et de l'épargne salariale. Le nouveau texte se place au sein des dispositions communes aux OPCVM et pose, en conséquence, une règle générale<sup>100</sup>. Au regard de l'importance économique des OPCVM en France<sup>101</sup>, cette innovation est loin d'être anodine puisqu'il peut être affirmé qu'il existe aujourd'hui, en France, des dispositions relatives à la prise en compte de critères ESG dans le processus d'investissement. Jusqu'alors, la réglementation française ne prévoyait aucune mesure spécifique visant à restreindre ou à encourager l'investissement sur la base de tels critères. Ensuite, le droit responsabilise les gestionnaires de fonds en intégrant les critères extra-financiers dans l'article L. 214-12 du Code

---

effet si désastreux en période de ralentissement économique (C. de Perthuis et J.-P. Petit, « La finance, autrement », Dalloz, 2005, *spéc.* p.190).

<sup>99</sup> Le projet est d'autant plus ambitieux que l'ISR soulève la question de l'amélioration de la performance financière des entreprises. A l'instar de ce que relèvent MM. Allouche et Laroche, « (...) [les] modèles s'opposent sur la nature du lien entre la performance sociale et la performance financière de l'entreprise. Si d'aucuns soutiennent l'hypothèse d'une relation négative entre ces deux dimensions, d'autres pensent au contraire que performance sociale et financière sont positivement associées. D'autres encore suggèrent l'absence de liens voire des liens plus complexes » (J. Allouche et P. Laroche, « Responsabilité sociale et performance financière des entreprises : une synthèse de la littérature », dans *Colloque internationale : La responsabilité sociale des entreprises : Réalité, mythe ou mystification ?*, Nancy, 17 et 18 mars 2005). Ainsi, malgré l'existence de nombreuses études sur le sujet depuis une dizaine d'années et le sentiment qu'un lien se dégage (D. J. Wood, « Trois questions sur la performance sociale de l'entreprise », dans *Responsabilité sociale d'entreprise et finance responsable : quels enjeux ?*, Presses de l'Université du Québec, 2004, p.65, *spéc.* p.77 ; -P. Gond, J.-P. Gond, « L'éthique est-elle profitable ? », *R.F.G.*, 2001, p.77, *spéc.* p.82 ; J.-P. Gond, « L'éthique est-elle profitable ? », *R.F.G.*, 2001, p.77, *spéc.* p.82), l'existence d'une connexion stable et non ambiguë entre performance sociale et performance financière des entreprises n'a jamais été prouvée. Voir récemment : M. Orlitzky, « Corporate Social Performance and Financial Performance: A Research Synthesis », in *The Handbook of Corporate Social Responsibility*, Oxford University Press, 2008, p.113. Les raisons de ces échecs sont multiples : absence d'uniformité dans les mesures de la performance sociale (multitude d'indicateurs existants, choix arbitraire d'un ou de quelques indicateurs), absence de clarté dans les mesures de la performance financière (évaluation à partir soit d'informations de nature comptable, soit d'informations boursières, soit des deux combinées, soit d'autres indicateurs, variété des indicateurs comptables ou boursiers), manque de validité externe. Nous pouvons cependant adhérer à la solution proposée par Lutz qui conclut à la « possibilité » d'une meilleure performance de l'ISR par rapport à d'autres investissements (L. Kurtz, « Socially Responsible Investment and Shareholder Activism », in *The Handbook of Corporate Social Responsibility*, Oxford University Press, 2008, p.249, *spéc.* p.272).

<sup>100</sup> I. Riassetto, Commentaire de la loi du 12 juillet 2010, *R.D.B.F.*, septembre-octobre 2010 (à paraître).

<sup>101</sup> Les OPCVM sont les organismes de placement collectifs les plus nombreux et les plus importants d'un point de vue économique. Pour des chiffres clés et le bilan de l'offre de gestion collective en 2009 : « Chapitre 2 - Les prestataires de services, les produits d'épargne et les infrastructures de marché » et « Annexe 1 - La gestion de l'épargne et des prestataires », dans *Rapport annuel*, Autorité des marchés financiers, 2009.

monétaire et financier et en en garantissant le respect à travers une pluralité de sanctions<sup>102</sup>. Pour déterminer ces sanctions, il faut se référer au droit commun<sup>103</sup>. Dans le cas de l'intervention d'une société de gestion, cette dernière est placée sous une triple surveillance : celle de l'AMF<sup>104</sup>, celle du dépositaire de la SICAV ou du FCP<sup>105</sup> et celle des actionnaires de la SICAV<sup>106</sup> ou des copropriétaires de FCP<sup>107</sup>. Dans le cas d'une SICAV autogérée, ses actionnaires pourront

---

<sup>102</sup> L'irrespect se traduit soit par une absence de prise en compte de critères extra-financiers ou de divulgation d'informations concernant ces critères, soit par une inexactitude de l'information. Sur la nature et l'exécution de l'obligation d'information des prestataires de services d'investissement : articles L. 533-12 du Code monétaire et financier et L. 314-10 et s. du Règlement générale de l'AMF. Voir : T. Bonneau et L. Drummond, « Droit des marchés financiers », *op. cit.*, p.519 et s., n°387 et s.

<sup>103</sup> En plus des dispositions propres au droit des OPCVM, les règles de droit des sociétés entourant le rapport annuel de gestion sont susceptibles de s'appliquer. La SICAV et la société de gestion sont des structures sociétaires et l'information sur la prise en compte de critères extra-financiers est divulguée dans le rapport annuel. De même, les règles civilistes en matière de responsabilité s'appliquent. A titre d'exemple : M. Germain, « La responsabilité en matière de gestion individuelle sous mandat », *Banque & droit*, mars-avril 2000, n°70, p.15.

<sup>104</sup> Des sanctions pécuniaires et/ou disciplinaires peuvent être prononcées par la Commission des sanctions de l'AMF pour violation d'une règle de bonne conduite (article L. 621-15 du Code monétaire et financier). Voir : M. Storck, « Sociétés de gestion de portefeuille - Agrément - Mandats de gestion de portefeuille », *op. cit.*, n°75 et s.

<sup>105</sup> Alors que le dépositaire d'un FCP peut demander au tribunal la révocation des dirigeants de la société de gestion, le dépositaire d'une SICAV ne dispose pas de cette prérogative (A. Couret et H. Le Nabasque, *op. cit.*, p.473, n°805, note 4). Sur les obligations du dépositaire : P. Guilhaumaud, « La responsabilité civile du dépositaire », *Banque & droit*, septembre-octobre 1992, p.155. Les obligations du dépositaire sont diverses et paraissent le plus souvent être des obligations de moyens. Pour déterminer leur contenu exact, il faut se référer aux statuts ou au règlement, selon le cas, aux contrats spécifiques régissant les rapports de la SICAV ou de la société de gestion du FCP avec le dépositaire, ou encore aux usages (A. Bougnoux, « OPCVM - Règles communes applicables aux OPCVM à vocation générale », *op. cit.*, n°129). Le dépositaire est un mandataire surveillant et contrôlant la gestion dans l'intérêt des actionnaires de la SICAV ou des copropriétaires de parts de FCP (en ce sens : T. Bonneau, « Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances et le droit civil », *R.T.D.Civ.*, 1991, p.1, *spéc.* p.41, n°78). En cas d'absence de contrôle, la faute du dépositaire est présumée et si un contrôle insuffisant est invoqué, la faute doit être prouvée par les souscripteurs.

<sup>106</sup> La SICAV est une S.A. dont le capital est stipulé variable et qui a pour objet la gestion d'un portefeuille d'instruments financiers et de dépôts (article L. 214-15 al. 1<sup>er</sup> du Code monétaire et financier). Elle est composée d'actionnaires aux prérogatives spécifiques qui peuvent intervenir dans les décisions de gestion de la SICAV au travers d'assemblées d'actionnaires. Quand la SICAV a délégué la gestion de son portefeuille, l'épargnant n'est plus l'associé du gestionnaire. S'il souhaite engager sa responsabilité civile, les raisonnements concernant les droits des porteurs de parts de FCP lui sont applicables. A propos du contenu de leurs pouvoirs, nous renvoyons à ce qui est précisé par la suite.

<sup>107</sup> A. Bougnoux, « OPCVM - Formes juridiques (SICAV et FCP) », Fascicule 2238, Jurisclasseur Banque - Crédit - Bourse, août 1996, *spéc.* n°75 et s. Le FCP est une copropriété d'instruments financier et de dépôts dépourvus de personnalité morale (article L. 214-20 al. 1<sup>er</sup> du Code monétaire et financier). Hors le droit d'information, les pouvoirs des porteurs supposent de saisir le juge pour agir contre les organes assurant le fonctionnement du fonds (société de gestion et dépositaire). L'article L. 214-28 du Code monétaire et financier indique que la société de gestion ou le dépositaire sont responsables individuellement ou solidairement, selon le cas, envers les tiers ou envers les porteurs de parts, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux fonds communs de placement, soit de la violation du règlement du fonds, soit de leurs fautes. La responsabilité de la société de gestion à l'égard du souscripteur est de nature contractuelle (N. Cuzacq, « Le vote des gestionnaires d'OPCVM », *R.S.*, 2006, p.491, *spéc.* n°27 ; Rép. min. n°4187, *J.O. Sénat*, Q, 13 juillet 1989, p.1090). De plus, le tribunal saisi de cette action en responsabilité peut prononcer à la demande de tout porteur de parts la révocation des



également se plaindre même si leurs pouvoirs se révèlent au final limités<sup>108</sup>. Les souscripteurs trompés sur la qualité des parts/actions pourront également mettre en œuvre des sanctions civiles<sup>109</sup> pour obtenir l'annulation de la souscription pour vice du consentement si les conditions de droit commun sont réunies<sup>110</sup> ou des sanctions pénales sur le fondement de l'interdiction de la publicité mensongère de l'article L. 121-1 du Code de la consommation<sup>111</sup>. De plus, en s'adressant aux sociétés de gestion gérants un OPCVM, l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier apporte une réponse au frein que constitue le recours à la gestion délégué dans le développement des pratiques ISR<sup>112</sup> et au bilan peu satisfaisant dressé par les investisseurs institutionnels quant à la gestion de leurs fonds<sup>113</sup>. Par ailleurs, il apparaît que l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier est à même de réaliser des apports appréciables au plan de la

---

dirigeants de la société de gestion ou de ceux du dépositaire (article L. 231-6 al. 2 du Code monétaire et financier).

<sup>108</sup> Au point de vue politique, les prérogatives des actionnaires sont minimes comme l'illustre les pouvoirs dérogatoires de l'assemblée générale (A. Bougnoux, « OPCVM - Formes juridiques (SICAV et FCP) », *op. cit.*, n°49). Ainsi, « (...) le pouvoir de l'actionnaire se réduit, pour l'essentiel, à la désignation des administrateurs ou membres du conseil de surveillance ainsi qu'à l'approbation des comptes » (A. Couret et H. Le Nabasque, *op. cit.*, p.482, n°816). Cependant, une SICAV encourt, comme toute société dotée de capacité juridique, une responsabilité civile du fait des actes fautifs de ses représentants légaux et une responsabilité pénale pour les infractions commises pour son compte par ses organes ou représentants. En plus d'une responsabilité disciplinaire, une action en responsabilité civile ou pénale peut être également engagée contre leurs dirigeants d'après le droit commun de la responsabilité. En pratique, les actionnaires de SICAV privilégieront souvent la responsabilité des dirigeants afin de ne pas appauvrir le patrimoine de la SICAV dont ils détiennent les titres. Pour plus de détails, voir : A. Bougnoux, « OPCVM - Formes juridiques (SICAV et FCP) », *op. cit.*, n°37 et s. ; A. Bougnoux, « OPCVM - Règles communes applicables aux OPCVM à vocation générale », *op. cit.*, n°136 et s.

<sup>109</sup> H. de Vauplane, « La responsabilité civile des intermédiaires », *R.D.B.F.*, novembre-décembre 1999, n°76, p.203. Une action en responsabilité civile peut être exercée contre la société de gestion. Cette action est facilitée par le fait qu'en cas de manquement à une obligation d'information, « c'est à celui qui est légalement ou contractuellement tenu d'un devoir d'information ou de conseil d'établir qu'il a satisfait à son obligation » (Com., 7 janvier 2004, *Banque & droit*, mars-avril 2004, n°94, p.32, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre).

<sup>110</sup> Proche : Com., 15 septembre 2009, *Banque & droit*, novembre-décembre 2009, p.43, note H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. Saint-Mars et J.-P. Bornet.

<sup>111</sup> La définition souple de la publicité par la jurisprudence (« tout moyen d'information destiné à permettre à un client potentiel de se faire un opinion sur les résultats qui peuvent être attendus du bien ou service qui est proposé ») autorise la sanction d'une politique fautive ou mensongère. A cette sanction pénale, il faut ajouter que les magistrats dans un premier temps (Cass. Com., 24 juin 2008, *J.C.P.*, 2008, II, 10160, note N. Mathey ; *D.* 2008, p. 2697, note D. Houtcieff ; *D.*, 2009, p.1044, note D. R. Martin et H. Synvet ; *D.* 2008, p. 1892, note X. Delpech ; *R.T.D.Com.*, 2008, p.590, obs. M. Storck ; *Banque & droit*, juillet-août 2008, p. 23, note H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; *R.D.B.F.*, juillet-août 2008, p. 40, note H. Causse) et les textes dans un second temps (articles L. 533-12 du Code monétaire et financier, 314-30 et 411-50 du Règlement général de l'AMF) ont consacré depuis peu l'existence d'un droit de la publicité loyale (B. Fages, note sous Cass. Com., 24 juin 2008, *R.T.D.Civ.*, 2008, p.670), les communications à caractère promotionnel d'un promoteur ou d'un distributeur d'OPCVM devant présenter un contenu exact, clair et non trompeur et être cohérentes avec l'investissement proposé. Par ailleurs, la COB que l'AMF ont toujours veillé à la communication effectuée sur certains produits spécifiques tels que les OPCVM à formule (F. Bussière, note sous Cass. Com., 19 janvier 2010, *Banque & droit*, mai-juin 2010, p.35).

<sup>112</sup> *Novethic, le média expert du développement durable*, Enquête, « Les investisseurs institutionnels sont-ils des actionnaires sensibles aux enjeux ESG ? », décembre 2009.

<sup>113</sup> OECD, « Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages », June 2009, *spéc.* p.53.

cohérence législative<sup>114</sup>, sans être source de coûts excessifs pour les gestionnaires<sup>115</sup>. En parallèle, cet article vient compléter adéquatement le dispositif issu de la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003, laquelle avait accordé aux SICAV la faculté d'individualiser les caractéristiques des parts ou actions des OPCVM en fonction de la clientèle ciblée<sup>116</sup>. Ainsi, les SICAV qui calibrent leurs titres (et mettent en place une stratégie de communication orientée en ce sens) afin d'attirer ou de conserver des investisseurs soucieux des critères sociaux, environnementaux ou de la gouvernance, devront fournir dans leur rapport annuel les justifications prévues par l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier. En outre, les études empiriques publiées en Angleterre à propos de l'impact lié à la publication de la politique de vote en matière d'investissement responsable et de l'exercice des droits de vote démontrent que cette modification réglementaire a sensibilisé les gens du secteur à l'ISR en déclenchant un débat public sur l'étude des questions sociales, environnementales et éthiques dans le processus de placement<sup>117</sup> et s'est accompagnée d'un essor de l'ISR<sup>118</sup>. Ces mêmes études attestent que l'absence de caractère impératif de la prise en compte des facteurs environnementaux et sociaux n'empêche pas les acteurs de la gestion de placement d'avoir adhéré pleinement à la transparence en matière d'investissement responsable dans la déclaration des principes d'investissement et d'avoir dû augmenter la divulgation pour pouvoir répondre aux demandes des investisseurs<sup>119</sup>. L'option française de poser une obligation semble donc être destinée à produire des résultats positifs. *In fine*, la préoccupation du législateur sur l'information *a posteriori* au bénéfice des actionnaires est à saluer au regard de la constatation faite par des chercheurs que les règles du *corporate governance* participent activement à l'ISR<sup>120</sup>.

## **B) Le temps des doutes**

---

<sup>114</sup> Au plan économique, cette disposition constitue un vivier de nouveaux métiers pour le secteur bancaire, dans la mesure où viennent *a priori* s'ajouter aux emplois induits de la position prépondérante occupée par les banques dans le domaine de la gestion collective (les banques ne se contentent pas de vendre à leur clientèle des OPCVM dont elles sont à l'origine et peuvent exercer les fonctions de dépositaire et être actionnaire de la SICAV ou de la société de gestion : T. Bonneau, « Droit bancaire », Monchrestien, 2007, spéc. n° 769) tous ceux qui nécessitent des compétences dans le domaine de la RSE et de la bonne gouvernance.

<sup>115</sup> Les gestionnaires d'OPCVM présentent déjà souvent des documents contenant des informations pour orienter les investissements des particuliers vers des entreprises ayant des pratiques responsables (Assemblée nationale, *op. cit.*, p.527).

<sup>116</sup> A. Couret et H. Le Nabasque, *op cit.*, p.481, n° 814.

<sup>117</sup> Ethical Investment Research Service, « How Responsible is your Pension? », London: EIRIS, 2003 ; E. Mathieu, « Response of UK Pension Funds to the SRI Disclosure Regulation », London: UKSIF, 2000.

<sup>118</sup> « Il ne fait aucun doute qu'elle a eu des répercussions et a amené des changements significatifs pour l'industrie de l'investissement » (M. Mansley, « Socially Responsible Investment: A guide for pension funds and institutional investors », Suffolk: Monitor Press, 2003). Démontrant que la réglementation a conduit au développement significatif de politique d'investissement responsable : J. Solomon, A. Solomon and S. Norton, « Socially Responsible Investment in the UK: Drivers and Current Issues », *Journal of General Management*, 2002, Vol. 27, n°3, p.1.

<sup>119</sup> D. McBarnet, « Corporate Social Responsibility beyond Law, through Law, for Law: The New Corporate Accountability », in *The New Corporate Accountability: Corporate Social Responsibility and the Law*, Cambridge University Press, 2007, p.9, spéc. p.32 et s.

<sup>120</sup> Par exemple : C. de Groot, « Can Corporate Governance Contribute to Sustainable Development? », in *Neo-Liberal Globalism and Social Sustainable Globalisation*, E. Nieuwenhuys (Eds.), Brill: Leiden-Boston, 2006, p.195.

37. L'innovation de l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier doit être nuancée au regard de différents facteurs<sup>121</sup>. Tout d'abord, la question des sanctions en cas de non-respect de cet article se révèle complexe en cas d'absence de prise en compte de l'IST dans un choix de placement notamment lorsque le contentieux concerne une SICAV gérée par une société de gestion<sup>122</sup>. Dans cette hypothèse, le dépositaire de la SICAV et les actionnaires de cette société sont dans l'impossibilité de révoquer la société de gestion. A l'encontre des dirigeants de la SICAV en charge du contrôle de la société de gestion, les actionnaires de la SICAV ne peuvent qu'intenter une action en responsabilité civile *ut singuli*<sup>123</sup>, leur révocation n'étant guère envisageable<sup>124</sup>. En cas de SICAV autogérée, les actionnaires ne pourront qu'intenter une action en responsabilité contre leurs dirigeants sans pouvoir révoquer ni ces derniers ni le dépositaire<sup>125</sup>. Finalement, le principal recours de l'actionnaire est le marché, celui-ci demandant le rachat de ses parts. Ensuite, la loi portant engagement national pour l'environnement se préoccupe *ab initio* des structures sociétaires : SICAV et sociétés de gestion. A l'instar de ce que relève Nicolas Cuzacq<sup>126</sup>, nous ne pouvons en conséquence que regretter que la majorité de l'épargne éthique française soit gérée par des Fonds commun de placement (FCP)<sup>127</sup> sans doute plus souples à constituer, dont la loi du 12 juillet 2010 s'est finalement peu occupée<sup>128</sup>. Ce constat ne serait pas alarmant à condition d'ignorer que la réforme britannique de 2000 (et ses résultats positifs sur

---

<sup>121</sup> Dans la mesure où la teneur actuelle de l'article 224 est le résultat d'une revisitation de sa formulation initiale, il est dommageable de ne pas avoir adapté les termes de l'exposé des motifs afin d'y exprimer clairement le résultat d'un glissement du dispositif d'une simple invitation à une obligation. Une reformulation de l'exposé des motifs aurait permis de refléter – en aval – la véritable volonté du législateur. Du point de vue de la légistique, l'exposé des motifs se définit comme étant la partie d'un projet de loi dont le but est de présenter les raisons de fait et de droit qui, selon son auteur, justifient l'adoption du texte. En tant que tel, cet exposé fait partie intégrante du projet. Comme le texte du projet, ainsi que les travaux préparatoires d'une manière générale, sont utilisés par les juges comme par les destinataires et utilisateurs de la loi en vue de l'interprétation de celle-ci, cette différence entre le texte final de l'article 224 et l'exposé des motifs s'avère critiquable.

<sup>122</sup> Dans l'hypothèse d'un FCP, les porteurs de parts disposent d'une action individuelle en responsabilité sur le fondement de l'article L. 214-28 du Code monétaire et financier. Dans le cadre de cette action, le tribunal pourra prononcer la révocation des dirigeants de la société de gestion et de ceux du dépositaire (article L. 231-6 al. 2 du Code monétaire et financier.). En outre, le dépositaire peut demander au tribunal la révocation des dirigeants de la société de gestion (article L. 231-6 al. 3 du Code monétaire et financier.).

<sup>123</sup> L'exercice de cette action est facilité par la nouvelle rédaction de l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier car il est dorénavant possible de s'appuyer sur ce texte pour invoquer une infraction aux dispositions législatives. La société de gestion peut également se voir infliger des sanctions pénales pour publicité trompeuse.

<sup>124</sup> En pratique, les fondateurs de la SICAV, qui en sont également les dirigeants, en sont les actionnaires majoritaires (A. Couret et H. Le Nabasque, *op cit.*, p.484, n°818). Les dirigeants de la SICAV peuvent aussi voir leur responsabilité pénale engagée pour publicité trompeuse.

<sup>125</sup> Si rien n'empêche *a priori* la révocation du dépositaire d'une SICAV au cours d'une assemblée générale extraordinaire (article L. 214-16 al. 1<sup>er</sup> du Code monétaire et financier.), l'hypothèse est peu probable (A. Couret et H. Le Nabasque, *op cit.*, p.484, n°817).

<sup>126</sup> N. Cuzacq, « Aspects juridiques de l'investissement responsable », *art. préc.*, n°20.

<sup>127</sup> Selon l'ORSE, l'encours ISR représente toujours une faible part de l'encours total des OPCVM (moins de 1 %) (ORSE, « Finance et développement durable : l'investissement socialement responsable », 2005). Voir aussi le guide pratique d'*Alternatives Economiques*, « Les placements éthiques », 2001, *spéc.* p. 23 et s.

<sup>128</sup> Les FCP représentés par des sociétés de gestion vont relever du mécanisme nouvellement créé. Mais, ce faible intérêt porté aux FCP interpelle d'autant plus que le dispositif de protection des porteurs de parts de FCP est centré sur les obligations de transparence incombant aux organes du fonds (article L. 214-8 du Code mon et fin.), l'AMF sanctionnant tout manquement à ces obligations (A. Couret et H. Le Nabasque, *op. cit.*, p.490 et s., n°827).

l'ISR) a concerné un acteur majeur du marché financier britannique : les fonds de pension<sup>129</sup>. De plus, les critères énumérés par le législateur sont limités au respect des objectifs ESG et ne recouvrent pas exactement ceux de l'article L. 214-39 du Code monétaire et financier ce qui pose des interrogations concernant l'avenir des critères éthiques<sup>130</sup>. Cette formulation laisse donc de côté les critères « *faith-based* » sous-tendant le fonctionnement des fonds d'investissement religieux<sup>131</sup>. En outre, une enquête récente de l'agence *Novethic* démonte que l'apparition de réglementations obligeant à intégrer les critères environnementaux et sociaux n'est qu'une modeste incitation pour les investisseurs institutionnels français et britanniques à adopter un comportement socialement responsable<sup>132</sup>. Les éléments essentiels pour ces investisseurs institutionnels demeurent la protection de la réputation de leur institution et les attentes des bénéficiaires. Or, afin que ces deux facteurs jouent pleinement et que le marché exerce une pression adéquate pour inciter à l'investissement responsable, encore faut-il que les acteurs concernés aient un certain poids ... ce qui nous renvoie à notre critique précédente portant sur le désintérêt des FCP. Par ailleurs, la loi du 12 juillet 2010 repose sur le postulat que la transparence dans les choix d'investissement et dans le vote des gérants permet une gestion active des investisseurs institutionnels. En faisant connaître leur sélection de titres, les sociétés de gestion et les fonds signalent les efforts des entreprises dans lesquelles les fonds ont été investis. Cependant, des spécialistes dénoncent l'incomplétude de ce postulat en soulignant que c'est autant la spéculation<sup>133</sup>, que le manque d'information, qui sont responsables de l'activisme ou de la passivité de l'actionnariat<sup>134</sup>. A propos de la transparence, le support d'information de la prise en compte de critères extra-financiers appelle un commentaire. Alors que le nouveau texte vise le rapport annuel et les documents destinés à l'information de leurs souscripteurs, aucune référence n'est faite au règlement du fonds à la différence de l'article L. 214-39 du Code monétaire et financier relatif aux FCPE. Par conséquent, l'articulation du droit commun issu de la loi du 12 juillet 2010 et du droit particulier des FCPE est de nature à soulever des interprétations<sup>135</sup>. Les différences culturelles de l'ISR notamment entre l'Amérique du Nord et l'Europe ne doivent pas être négligées dans l'appréciation de la pertinence de l'article 224 de la « *Loi Grenelle II* »<sup>136</sup>. Ces dernières peuvent constituer des limites au développement de l'ISR et donner un visage différent

---

<sup>129</sup> Ils ne possèdent pas moins de un sixième de ce marché (*The Guardian*, 22 août 2005).

<sup>130</sup> I. Riassetto, Commentaire de la loi du 12 juillet 2010, *préc.*

<sup>131</sup> I. Riassetto, « Le « *faith-based* », un concept en droit bancaire et des marchés financiers », dans *Les concepts émergents en droit des affaires*, E. Le Dolley (dir.), LGDJ-Lextenso éd., 2010, p. 163. Mais, le décret précisera les modalités de mise en œuvre de ces critères, qui sont essentielles à l'efficacité du dispositif.

<sup>132</sup> *Novethic, le média expert du développement durable*, Enquête, « Les investisseurs institutionnels sont-ils des actionnaires sensibles aux enjeux ESG ? », *préc.* Les investisseurs institutionnels sont convaincus que la prise en compte des critères ESG doit être totalement associée à une gestion de long-terme. C'est l'opinion de la totalité des Anglais et de 94 % des Français. La protection de la réputation de leur institution est le second facteur d'incitation mis en avant par les investisseurs, pour intégrer les enjeux ESG.

<sup>133</sup> N. Hissung-Convert, « La spéculation boursière face au droit 1799-1914 », L.G.D.J., 2009 ; H. de Vauplane, « Critiques de la spéculation boursière dans la littérature et la jurisprudence en France au 19<sup>ème</sup> siècle », Mélanges P. Didier, Economica, 2006, p.451 ; H. de Vauplane, « Morale et bourse : un long malentendu », Mélanges D. Schmidt, Joly éditions, 2005, p.221 ; A.-D. Merville, « La spéculation en droit privé », thèse Paris 1, 2001.

<sup>134</sup> P.-Y. Gomez, *op. cit.*, p.161 et s. Inhérente au commerce et au marché (P. Clermontel, « Le droit de la communication financière », Joly éditions, 2009, *spéc.* p.217 et s., n°509 et s.), la spéculation met le juriste face au défi d'imaginer des outils pour assurer une surveillance des comportements et éviter les bulles spéculatives (T. Bonneau et F. Drummond, « Droit des marchés financiers », Economica, 2010, *spéc.* p.3, n°2).

<sup>135</sup> En ce sens : I. Riassetto, Commentaire de la loi du 12 juillet 2010, *préc.*

<sup>136</sup> C. Malecki, « L'investissement socialement responsable : un « *must have* » de la RSE », *art. préc.*, p.44.

à l'ISR français<sup>137</sup>. En dépit de cette évolution réglementaire française, l'ISR va-t-il véritablement connaître l'envolée souhaitée ? Rien n'est moins sûr. Enfin, pour produire son plein effet en faveur de l'ISR et du passage vers la croissance verte<sup>138</sup>, l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier doit s'accompagner de mesures complémentaires à celles mises en place dans la loi du 12 juillet 2010<sup>139</sup>. Dans son rapport publié en 2004, le Ministère de l'emploi, du travail et de la cohésion sociale insistait sur l'utilisation du levier de l'Etat et la nécessité d'une information extra-financière certifiée, statistiquement correcte, homogène et non contestée par les acteurs pour que le marché de l'ISR se consolide<sup>140</sup>. L'ISR se nourrit en effet d'une information extra-financière. Cette dernière étant intégrée dans la décision d'investissement, de quelle manière procéder face à une information qui n'est pas, pour le moment, normée par des cadres comptables homogènes, encore moins certifiées par des auditeurs ? L'occasion n'était-elle pas donnée avec la loi du 12 juillet 2010 de mener une réflexion sur ce terrain ou de développer des instruments juridiques pour asseoir la légitimité des informations sociales et environnementales et mettre fin, par la même, à l'opacité de leur mode d'élaboration<sup>141</sup> ? Il est également dommageable qu'une telle discussion n'ait pas eu lieu au niveau européen<sup>142</sup> lors de la réforme de la réglementation des agences de notation. Le texte adopté à l'automne 2009 ne fait pas référence à la notation extra-financière<sup>143</sup>. A tout le moins, avec l'adoption de la loi portant engagement national pour

---

<sup>137</sup> Le renforcement de la transparence s'inscrivant dans une logique de gestion active des investisseurs institutionnels qui se traduit par un activisme actionnarial. Or, l'Europe et la France démontre une intensité différente dans cet activisme (en ce sens : C. Louche and S. Lydenberg, « Socially responsible investment: differences between Europe and the United States », *Working Paper Series 2006-22*, Vlerick Leuven Gent Management School, 2006, *spéc.* p.37).

<sup>138</sup> Sénat, « Rapport sur le projet de loi portant engagement national pour l'environnement (urgence déclarée), sur la proposition de loi présentée par MM. Philippe Marini et plusieurs de ses collègues tendant à rendre obligatoire la consultation des citoyens préalablement à l'implantation d'éoliennes de grande hauteur, sur la proposition de loi présentée par M. Jean Desessard, et plusieurs de ses collègues relative à la réglementation de l'implantation des antennes-relais de téléphonie mobile et à la réduction de l'exposition des personnes aux champs électromagnétiques », *op. cit.*, p.44.

<sup>139</sup> En plus de ce qui est évoqué par la suite, une question se pose au regard des règles d'investissement et d'engagement existantes. L'article L. 214-4 du Code monétaire et financier précise qu'un OPCVM ne peut employer en titres d'un même émetteur plus de 5 % de ses actifs ou détenir plus de 10 % d'une même catégorie de valeurs mobilières d'un même émetteur. Le seuil de 10 % est porté à 25 % lorsque l'émetteur est une entreprise solidaire mentionnée à l'article L. 3332-17-1 du Code du travail. Cette répartition des actifs éligibles des OPCVM, qui a pour vocation de limiter les risques des placements collectifs, ne va-t-elle pas jouer contre le développement de l'ISR ?

<sup>140</sup> Ministère de l'emploi, du travail et de la cohésion sociale, « Rapport sur la responsabilité sociale des entreprises : Synthèse des travaux du groupe inter-directions », E. Dufourcq (dir.), 2004, *spéc.* p.71. L'ORSE publie un guide incluant une méthodologie permettant de normaliser les informations extra-financières. En avril 2010, l'ORSE a lancé un site internet ([www.reportingrse.fr](http://www.reportingrse.fr)) consacré spécifiquement au *reporting* extra-financier des entreprises.

<sup>141</sup> F. G. Trébulle, « Le développement de la prise en compte des préoccupations environnementales, sociales et de gouvernance », *D.S.*, janvier 2009, p.7, *spéc.* p.10, n°21. Soulignant la nécessité d'une intervention gouvernementale en ce domaine : UNEP, Global Reporting Initiative, KPMG, Unit for Corporate Governance in Africa, « Carrots and Sticks – Promoting Transparency and Sustainability », May 2010, *spéc.* p.5.

<sup>142</sup> A l'échelon européen, le *Global Reporting Initiative* a soumis à la Commission des propositions en faveur d'un renforcement du cadre législatif en matière d'information extra-financières développé sur la base d'un système « *comply or explain* » (Global Reporting Initiative, « Beyond Voluntary Laissez-faire Reporting: Towards a European ESG Disclosure Framework », February 2010).

<sup>143</sup> Règlement du Parlement européen du 30 avril 2009 : *J.O.U.E.*, L. 309, 17 novembre 2009, p.1. Voir : J.-M. Moulin, « Le règlement européen (CE) n° 1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit », *J.C.P.*, éd. E., 3 juin 2010, n°22, Etude 1522, p.12 ; D. Chemin-Bompen, « Un règlement

l'environnement, a été mise en place une incitation pour baliser la notation extra-financière dans le fonctionnement de la chaîne de traitement de l'information.

## V - Conclusion : le *buy-side*<sup>144</sup> en contre-pouvoir ?

38. Dans les années récentes, l'ISR s'est métamorphosé progressivement pour devenir une véritable philosophie suivie par des institutions financières au poids non négligeable<sup>145</sup>. A travers la réforme du 12 juillet 2010, la pratique des affaires, la gouvernance d'entreprise et le droit se conjuguent pour influencer le comportement des gestionnaires de portefeuille d'investissement<sup>146</sup> et favoriser une prise de conscience qui paraît plus que jamais indispensable pour assurer la transition écologique de l'économie française<sup>147</sup>. Alors que la responsabilité sociale des entreprises (RSE) inonde le droit<sup>148</sup>, l'ISR est une approche financière de la RSE<sup>149</sup> qui ne pouvait donc demeurer plus longtemps extérieure au droit ... d'autant que des études démontrent que l'avenir de l'ISR dépend de l'intervention gouvernementale et de la redéfinition de la régulation en ce domaine<sup>150</sup>.

39. *Last but no least*, le débat entourant l'adoption de l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier se révèle fertile et complexe. En dépit de l'introduction de l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier dans le *corpus* normatif français, l'intervention fréquente de gérants de portefeuille entre les entreprises et les épargnants demeure intrinsèquement porteuse d'un biais dans la définition même des objectifs de gestion. Si les gérants doivent répondre aux attentes ISR des souscripteurs et des fonds de placement, leur activité demeure dépendante d'impératifs économiques sur le marché de la gestion collective sous la contrainte de la tendance constatée sur les marchés financiers<sup>151</sup>. L'interrogation est donc entière quant à savoir de quelle manière les gestionnaires vont respecter les critères extra-financiers individuels de chaque client surtout dans le cas de la gestion collective<sup>152</sup>. Pour que la réforme française produise les effets escomptés et que le comportement des entreprises soit influencé par des préoccupations extra-financières, les sociétés de gestion et les investisseurs institutionnels (« *buy-side* ») doivent le vouloir et se

---

européen sur les agences de notation de crédit », *Revue Lamy Droit des affaires*, 1<sup>er</sup> janvier 2010, n°45, p.37 ; M. Piermario, « Nouvelles règles communautaires sur la notation financière », *Revue du droit de l'Union européenne*, 1<sup>er</sup> juillet 2009, n°2, p.312.

<sup>144</sup> L'expression anglo-saxonne désigne les sociétés de gestion et les investisseurs institutionnels.

<sup>145</sup> A titre d'exemple : C. Gribben and A. Faruk, « Will UK Pension Funds Become More Responsible? A Survey of Trustees », *JustPensions*, 2004.

<sup>146</sup> N. Cuzacq, « Le droit et la pratique des affaires en France à l'épreuve des fonds de pension », *R.I.D.E.*, 2003, n°3, p.303. Dans la pratique, les critères extra-financiers progressent dans l'analyse des gérants de portefeuille (D. Pelé, « L'investissement durable a de l'avenir », *Challenges*, 26 août 2010, n°221, p.75).

<sup>147</sup> Sénat, *op. cit.*, p.449.

<sup>148</sup> « *Quel droit pour la RSE ?* », Colloque international Paris-Descartes, 18 mars 2010, Actes à paraître en 2010 chez Economica.

<sup>149</sup> E. Penalva, « Un exemple emblématique de la RSE : l'investissement socialement responsable et son mythe progressiste », dans *La responsabilité sociale des entreprises : une perspective institutionnaliste*, B. Boidin et alii (dir.), Septentrion, 2009, p.41, *spéc.* p.42.

<sup>150</sup> B. J. Richardson, *op. cit.*

<sup>151</sup> J. Morvan, « L'investissement socialement responsable : Une nouvelle gouvernance d'entreprise ? », *L'Harmattan*, 2008, *spéc.* p.158.

<sup>152</sup> Cette question est importante tant l'intégration de la dimension ISR dans l'objectif des sociétés de gestion diffère, pouvant être vu comme une contrainte, un objectif supplémentaire ou une combinaison des deux (C. de Brito et alii, *op. cit.*, p.211 et s.).

constituer progressivement en authentique contre-pouvoir face aux émetteurs (« *sell-side* »)<sup>153</sup>. Seul le futur nous apprendra si les gérants ont su utiliser le nouveau dispositif normatif pour donner à l'ISR un avenir durable.

BROUILLON

---

<sup>153</sup> P. Bollon, « Renforcer le *buy side* pour équilibrer les marchés financiers », *REF/Risques*, n°73-74, juin 2008. Une étude récente de l'ONG *Les Amis de la Terre* constate que, malgré le *decorum* mis en avant par les gestionnaires d'actifs, de nombreuses défaillances existent dans le processus de sélection et les méthodes usitées (S. Rivoalan et Y. Louvel, « Investissement socialement responsable : l'heure du tri », *Synthèse*, Les Amis de la Terre, septembre 2010, *spéc.* p.7).