

HEC MONTRÉAL

Éthique et investissement sont-ils compatibles ?

par

Franck Lecocq

**Sciences de la gestion
(Option Gestion de l'innovation sociale)**

*Mémoire présenté en vue de l'obtention
du grade de maîtrise ès sciences en gestion
(M. Sc.)*

Juillet 2020
© Franck Lecocq, 2020

Résumé

L'investissement socialement responsable (ISR) se définit par la prise en compte d'enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (enjeux ESG) dans la sélection des actifs des portefeuilles d'investissement et dans les pratiques actionnariales. Or cette pratique qui a depuis ses débuts une visée éthique, s'est largement développée dans les vingt dernières années. Néanmoins, l'objectif de réaliser des investissements rentables, tout en respectant des exigences éthiques, est-il réalisable ? Dans quelle mesure les stratégies de l'ISR peuvent-elles être « éthique » ?

Si le questionnement sur le caractère éthique de l'ISR n'est pas nouveau, nous proposons de l'aborder sous un angle spécifique, abordé mais peu approfondi dans la littérature, celui des trois grands types de théorie en éthique normative : les éthiques déontologiques, les éthiques conséquentialistes, et l'éthique de la vertu.

Notre démarche est la suivante : d'abord, nous présentons les stratégies de l'ISR, en les regroupant en quatre grandes catégories. Puis, nous expliquons en quoi consiste l'éthique, et présentons les trois approches éthiques utilisées. Enfin, nous analysons les stratégies d'ISR à la lumière de ces approches, de façon systématique. Cela nous conduit à identifier les stratégies qui pourraient, à certaines conditions, respecter les standards éthiques de chacune des approches. Nous concluons que l'investissement d'impact semble être la plus éthique des stratégies, car elle est en mesure de s'accorder avec les standards des différentes théories. Cependant d'autres stratégies pourraient être intéressantes du point de vue de telle ou telle approche éthique, à condition d'améliorer significativement certaines pratiques de l'ISR.

Mots clés : ESG, éthique, éthique appliquée, finance socialement responsable, investissement responsable, investissement socialement responsable, investissement d'impact.

Abstract

Socially Responsible Investing (SRI) could be defined as an investment practice using Environmental, Social and Governance factors (ESG factors) in the selection of securities in an investment portfolio, combined with shareholders' advocacy practices. This investment practice has grown significantly in the past twenty years. But is it possible for SRI to achieve ethical goals, alongside with financial goals ? Can SRI strategies really be “ethical” ?

This question concerning the “ethics” of responsible investment is not a new one. Nevertheless, this thesis is adopting a new perspective, which is mentioned in the literature of SRI, but has not been deeply pursued, as far as we know, which is the framework of normative ethics, including three main kinds of theories : deontological ethics, consequentialist ethics and virtue ethics.

First, we present SRI strategies, and classify them in four broad categories. Second, we define “ethics”, presenting the three ethical theories mentioned. Third, and finally, we analyze systematically the SRI strategies identified, using the ethical theories.

This leads to the conclusion that impact investing is the most ethical strategy, because it can fill requirement of the three ethical theories. Other strategies could still be interesting from different ethical points of view, but they would require significant improvement in several SRI practices.

Keywords : Applied Ethics, ESG, Ethics, Impact Investing , Responsible Investment, Socially Responsible Investing.

Table des matières

Résumé	iii
Abstract	v
Table des matières	vii
Liste des tableaux et des figures	ix
Liste des abréviations	xi
Remerciements	xiii
Introduction	1
Chapitre 1 Qu'est-ce que l'ISR ?	10
Chapitre 2 Qu'est-ce que l'éthique ?	38
Chapitre 3 Les stratégies d'ISR peuvent-elles être éthiques ?	60
Conclusion	115
Bibliographie	130
Annexes	i

Liste des tableaux et des figures

L'investissement responsable et durable aux États-Unis, 1995 – 2018	2
Actifs sous gestion en investissement durable par stratégie	18
Thématiques d'investissement pour l'investissement thématique	20

Liste des abréviations

ESG : Environnement, Social, Gouvernance

FSR : finance socialement responsable

GES : gaz à effet de serre

IR : investissement responsable

ISR : investissement socialement responsable

Remerciements

Je tiens à remercier le CRISES – HEC, pour les deux bourses qui m’ont été accordées dans le cadre de cette recherche.

Je remercie également vivement Valeurs mobilières Desjardins et l’équipe Leblanc – Martineau – Saint-Hilaire, pour la bourse en innovation sociale qui m’a été accordée, et en particulier Sébastien Saint-Hilaire, qui m’a accompagné et soutenu dans cette recherche sur l’investissement responsable, sujet qui lui tient à cœur.

Je remercie les enseignants de HEC Montréal, en premier lieu mon directeur de recherche Yves-Marie Abraham, pour ses conseils toujours avisés, sa patience à toute épreuve et son enseignement riche et passionnant dans le cadre du cours *Décroissance soutenable – théories et pratiques*.

Je remercie mes amis, au Québec et en France, pour leur soutien et leur écoute.

Je tiens enfin à remercier ma famille, en particulier mes parents, pour leur soutien et les valeurs qu’ils m’ont léguées, en particulier celles de respect de l’environnement, qui continuent à m’animer aujourd’hui.

Introduction

Le mouvement de l'investissement socialement responsable (ISR) a gagné en notoriété depuis quelques années, les grandes banques proposant désormais aux particuliers divers produits d'investissement qualifiés de « responsables », « éthiques », « durables » ou « verts », décrits comme à la fois éthiques et profitables financièrement.

Ce mouvement connaît également un fort développement auprès des investisseurs institutionnels (fonds de retraite, compagnies d'assurance, fonds de travailleurs, fondations, etc.), qui le voient comme un moyen d'investir de manière plus « soutenable », « durable », et parfois plus « éthique ». L'investissement responsable est alors souvent compris comme un moyen de limiter les risques sociaux et environnementaux, et d'adopter une approche à long-terme dans l'investissement.

Si cela peut renvoyer à une diversité de stratégies, comme nous le verrons, ce genre d'investissement connaît depuis quelques années, une montée en puissance à l'échelle globale, surtout depuis la fin des années 2000, comme en témoignent les rapports des associations et organisations qui lui sont consacrés : l'Association pour l'investissement responsable (AIR) au Canada ; EUROSIF - *European Social Investment Forum* - en Europe ; US-SIF - *United States Sustainable and Responsible Investment Forum* - aux États-Unis. Ajoutons le regroupement de ces différentes associations et « forums », la GSIA – *Global Sustainable Investment Alliance*, et également l'organisation des UN-PRI – *Principles for Responsible Investment* - lancée par l'ONU en 2006.

En effet, au Canada, on constate une forte croissance de l'investissement responsable (IR)¹ qui a plus que triplé entre 2011 et 2017, pour atteindre plus de \$2100 milliards CAN d'actifs sous gestion (annexe 1).

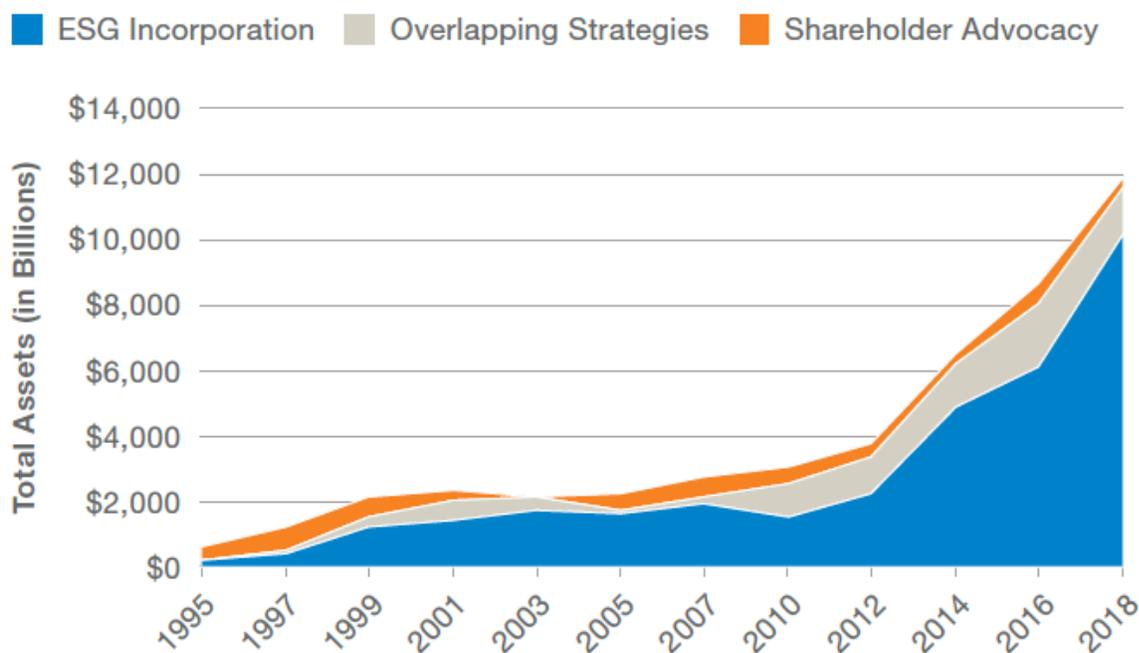
¹ RIA Canada, *Rapport de tendances de l'investissement responsable canadien 2018*, 2018, p. 6.

De même, aux États-Unis, le montant des actifs sous gestion selon des stratégies ISR était passé de \$639 milliards en 1995 à \$12.000 milliards en 2018, comme le montre le graphique suivant². Cela représente un taux de croissance annuel moyen de 13,6%³.



FIGURE A

Sustainable and Responsible Investing in the United States 1995–2018



SOURCE: US SIF Foundation.

On peut observer des progressions similaires, avec une forte augmentation depuis 2010, dans les pays européens, en Australie et Nouvelle-Zélande et au Japon, comme le montre le rapport 2018 de la *Global Sustainable Investment Alliance*⁴ (annexe 2).

La croissance significative de ces investissements « durables » ou « responsables » ces dernières années signifie qu'une partie de plus en plus importante des actifs financiers gérés par des professionnels le sont, d'une façon ou d'une autre, à l'aide de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Certains voient dans ce mouvement

² US-SIF, *Report on Responsible, Sustainable and Impact Investing Trends 2018*, 2018, p. 1.

³ CAGR, *Compound Annual Growth Rate*.

⁴ Global Sustainable Investment Alliance, *Global Sustainable Investment Review 2018*, 2018, p. 8.

la tentative d'instaurer des pratiques financières plus responsables, en réaction à la crise financière globale de 2008 et plus largement à l'expansion d'une économie financiarisée et d'un néo-libéralisme devenus dominants depuis les années 1980. L'initiative des *Principes pour l'investissement responsable* (PRI), lancée par l'ONU en 2006, est également vue comme un moteur important de ce développement.

Définition

On peut rencontrer, en français, différents termes pour désigner des pratiques d'investissement socialement responsable : investissement socialement responsable (ISR), investissement responsable (IR) ou finance socialement responsable (FSR)⁵. Nous privilégierons ces expressions dans ce travail, mais il en existe d'autres : investissement éthique, finance durable, finance éthique, investissement ESG, etc. Dans le cas des investissements axés sur l'environnement, les expressions « finance verte » ou « finance environnementale » peuvent être utilisées.

Cette multitude d'expression peut être source de confusion. Néanmoins, tous ces termes renvoient peu ou prou aux mêmes pratiques, celles utilisant des critères ESG dans la gestion des actifs financiers et dans les pratiques actionnariales (par des stratégies d'engagement actionnarial, visant à modifier les pratiques ESG des entreprises).

On constate également cette profusion terminologique en anglais⁶, avec de multiples expressions désignant ce type d'investissements : *Sustainable Investing*, *Socially Responsible Investing*, *Sustainable and Responsible Investing*, *Ethical Investing* etc. Cette multitude d'expressions a pu provoquer une confusion conceptuelle⁷, et conduire à questionner l'unité de ce mouvement, voire pour certains auteurs à parler

⁵ Appellation retenue par André Lacroix et Allison Marchildon, « Finance responsable; entre moralisation et réflexion éthique » dans F. Coggins, C. Champagne et L. Latulippe, *Éléments de la finance durable : une perspective multidimensionnelle*, Éditions Yvon Blais, 2018, p. 669-694.

⁶ Voir Donald H. Schepers et S. Prakash Sethi, « Do Socially Responsible Funds Actually Deliver What They Promise? », *Business and Society Review*, vol. 108, no 1, 2003, p. 11.

⁷ Christophe Revelli, « La place de l'investissement socialement responsable (ISR) dans le champ de la finance durable », *La revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion*, vol. 47, no 258, 2012, p. 43.

d'« hétérogénéité » de l'ISR⁸. Cependant, la plupart d'entre eux et des organisations qui lui sont dédiées (GSIA, Eurosif, AIR Canada, US-SIF), considèrent qu'il existe une certaine unité de ce mouvement. Les rapports des associations qui lui sont dédiées abordent les différentes pratiques de l'investissement responsable en considérant qu'elles constituent différentes formes d'investissement responsable, différentes stratégies qui peuvent éventuellement être combinées entre elles.

Si l'on adopte une définition assez large et inclusive, le mouvement de l'investissement responsable (IR) ou « socialement responsable » (ISR), rassemble une diversité de pratiques qui se distinguent, globalement, de la finance traditionnelle, par l'utilisation, dans les investissements financiers, de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance, dits critères ESG, en plus des critères financiers habituels. Le rapport 2016 d'*Eurosif* en donne la définition suivante⁹ :

Sustainable and Responsible Investment ("SRI") is a long-term oriented investment approach, which integrates ESG factors in the research, analysis, and selection process, of securities within an investment portfolio. It combines fundamental analysis and engagement with an evaluation of ESG factors in order to better capture long term returns for investors, and to benefit society by influencing the behavior of companies.

En résumé, l'ISR consiste à utiliser des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans la sélection et la gestion des actifs financiers, et dans les pratiques actionnariales, afin de réaliser des rendements financiers à long-terme et d'influencer les pratiques des entreprises, dans le sens d'un bénéfice pour la société.

Question de recherche et définition préliminaire de l'éthique

Si l'investissement responsable a connu récemment une forte croissance, celui-ci a des origines bien plus anciennes, il est enraciné depuis au moins les années 1970, voire bien avant selon certains, dans la volonté de certains acteurs – communautés religieuses,

⁸ Joakim Sandberg, Carmen Juravle, Ted Martin Hedesström et Ian Hamilton, « *The Heterogeneity of Socially Responsible Investment* », *Journal of Business Ethics*, vol. 87, no 519, 2009, p. 519-533.

⁹ European Social Investment Forum, *European SRI study 2016*, 2016, p. 9.

militants pacifistes, écologistes, des droits de l'homme, des droits des minorités ou des femmes - d'intégrer des considérations éthiques dans les décisions d'investissement.

Mais au-delà de ces différents groupes défendant certaines valeurs dans leurs placements, il semble tout simplement légitime de se poser la question du caractère « éthique » des investissements, que ce soient des placements personnels ou des placements réalisés à travers des fonds de retraites.

En effet, la plupart des citoyens, au moins dans les pays occidentaux, sont potentiellement touchés par cette question, soit s'il ont des placements financiers individuels, soit s'il participent, à travers leur employeur, à un régime de retraite collectif, comme la grande majorité des salariés au Canada, dans le secteur public comme dans le secteur privé.

Or, de même que nous pouvons parler de notre responsabilité morale concernant nos actions, dans notre vie quotidienne et nos décisions, de même, pourquoi le domaine de nos investissements, de nos placements financiers, serait-il exclu du champ de la responsabilité éthique ? Si nous sommes détenteurs d'actions ou d'obligations d'une entreprise, à travers nos placements ou notre régime de retraite collectif, et que nous en bénéficions financièrement, n'avons-nous pas une forme de responsabilité si cette entreprise poursuit des activités nocives envers les autres ou envers l'environnement ?

Tel est le raisonnement de plusieurs auteurs, notamment Daskal¹⁰, qui part de l'idée que nombre d'entreprises sont responsables de méfaits, de maux que l'on peut difficilement contester (« *Corporate Harm* »). Par exemple avec la pratique des *sweatshops*, ces ateliers de fabrication à très bas coût dans les pays pauvres, dans lesquels les employés touchent des salaires de misère avec des conditions de travail très difficiles. Dès lors, est-ce qu'il n'y a pas un problème éthique, dans le fait de bénéficier, à travers ses placements personnels ou ceux de son régime de retraite collectif, des profits fait par une entreprise

¹⁰ Steven Daskal, « Saving for Retirements Without Harming Others », *Journal of Business Ethics*, vol. 113, 2013, p. 147-156. Cette idée est reprise dans l'article récent de Peter Dietsch, « Exit versus voice, options for socially responsible investment in collective pension plans », *Economics and Philosophy*, Cambridge University Press, 2019. Publié en ligne à : <https://www.cambridge.org/core/journals/economics-and-philosophy/article/exit-versus-voice-options-for-socially-responsible-investment-in-collective-pension-plans/6DE6BF3E0C3B1A40BB001B2361185E58>

faisant appel à ces ateliers de fabrication ? De même, les dommages environnementaux produits par certaines activités sont un cas de ces « méfaits » des entreprises difficile à contester¹¹. L'auteur en prend d'autres exemples, comme la publicité mensongère, ou le soutien financier ou militaire à des régimes répressifs. Dès lors, comme les investisseurs (y compris à travers les fonds de retraite) bénéficient des profits des entreprises (par le versement de dividendes ou l'augmentation du cours des actions), ils sont, au moins indirectement, moralement responsables de ces méfaits. Ces profits ont en effet été générés par le biais de ces comportements nuisibles à d'autres êtres humains ou à la planète (on pourrait y ajouter les autres espèces vivantes).

En bref, nous sommes responsables de nos placements, même s'il sont faits à notre insu – dans ce cas, nous pouvons au moins nous informer auprès de notre fonds de retraite et en exiger de la transparence¹². Il est donc important que les citoyens aient la possibilité d'investir sans bénéficier de comportements que l'on peut qualifier d'éthiquement condamnables – sauf à être complètement cynique, amoral ou nihiliste ou bien à avoir une vision angélique et naïve d'entreprises qui agiraient toujours de manière éthique¹³. L'investissement responsable serait une manière, si l'on suit ce raisonnement, d'exercer cette responsabilité et d'investir, dans la mesure du possible, de manière « éthique ».

En effet, le mouvement de l'ISR a, plus ou moins explicitement, cette prétention, de permettre d'investir de façon « éthique ». Tout au long de l'évolution de ce mouvement et de la terminologie utilisée, on retrouve une dimension éthique dans les termes utilisés pour qualifier ces pratiques : les promoteurs de ces investissements affirment souvent qu'ils permettent d'investir de manière plus « éthique », « responsable » ou « durable ».

Mais une telle prétention est-elle légitime ? En quel sens la finance peut-elle réellement être « éthique », « socialement responsable » ou « soutenable » ? L'investissement socialement responsable est-il simplement un slogan, un argument de marketing, une mode, ou peut-il constituer une pratique respectant des principes éthiques, et si oui,

¹¹ Daskal, *ibid.*, p. 148.

¹² Daskal, *ibid.*, p. 149. On retrouve la préoccupation pour la transparence dans l'article de Dietsch, *op.cit.*, p. 3-4 .

¹³ Daskal, *ibid.*, p. 148.

lesquels ? Dans quelle mesure l'ISR peut-il réellement être « éthique », au-delà des pratiques de socio-blanchiment et d'éco-blanchiment ?

Mais avant tout, qu'entendons-nous par « éthique » ? Nous pouvons déjà proposer une définition préliminaire de l'éthique. Nous adopterons une réflexion du point de vue de l'éthique philosophique, qui vise à réfléchir rationnellement aux pratiques « éthiques », et aux pratiques « non-éthiques ». Les approches et concepts utilisés pour cela constituent ce que l'on appelle aujourd'hui en philosophie « l'éthique normative », car elle vise à proposer des outils d'évaluation de nos actions et de nos conduites, dans tel ou tel contexte. Cela signifie que l'éthique normative, à travers ses différentes théories, propose des critères d'évaluation morale ou éthique, en termes de « bien » et de « mal », ou d'« éthique » et de « non-éthique ». De plus, de telles évaluations ne sont pas forcément de type « bien ou mal », elles peuvent impliquer des hiérarchies ou des degrés, ce qui peut permettre de parler d'actions ou de pratiques plus ou moins « éthiques ». Si l'on décide d'appliquer ces concepts et ces théories de l'éthique normative à tel ou tel domaine de l'activité, comme l'économie, la finance, l'environnement, la santé, le droit, etc., nous nous retrouvons dans le champ de « l'éthique appliquée ». Notre travail propose justement d'appliquer ces outils et ces théories éthiques normatives au domaine de la finance, comme on peut le faire dans d'autres domaines, en éthique médicale, éthique environnementale, etc.

Plan du travail

Afin de réaliser cette tentative d'évaluation éthique des pratiques financières qualifiées d'éthiques ou de responsables, nous devons en premier lieu présenter au lecteur notre objet, c'est-à-dire ce domaine de l'investissement socialement responsable. Dans un premier chapitre intitulée « Qu'est-ce que l'ISR? » nous commencerons par une présentation générale de l'ISR et de ses principaux acteurs, en nous focalisant sur les différentes stratégies qui peuvent y être mobilisées. Puis, dans un second chapitre, « Qu'est-ce que l'éthique ? », nous précisons ce que nous entendons par « éthique », premièrement en présentant cette discipline, et surtout, deuxièmement, en exposant les différentes approches éthiques qui peuvent être adoptées pour évaluer des pratiques d'investissement

responsable. Dans le troisième et dernier chapitre, nous analyserons à la fois les pratiques de certains acteurs ISR et surtout les stratégies d'investissement responsable présentées dans le premier chapitre, à la lumière des grandes approches éthiques identifiées dans le chapitre 2, afin de proposer une analyse éthique de l'ISR.

Chapitre 1

Qu'est-ce que l'ISR ?

Ce travail porte sur un domaine assez technique, qui renvoie à un vocabulaire et à des concepts relevant de la finance, et qui comporte également des termes employés spécifiquement en investissement responsable. Afin de mener notre questionnement éthique sur ce champ de l'investissement responsable, et de permettre au lecteur d'en saisir le sens, il est important de prendre le temps de le présenter.

Dans cette partie, nous présenterons d'abord rapidement les concepts et acteurs de l'investissement responsable importants pour notre évaluation éthique des stratégies, avant de concentrer notre présentation sur ce qui sera le cœur de notre analyse : les différentes stratégies de l'ISR.

1. Concepts et acteurs importants

1.1. Investisseurs institutionnels et particuliers

Les investisseurs sont généralement rangés dans deux grandes catégories : individuels et institutionnels. Les premiers sont les individus qui réalisent des placements financiers par l'intermédiaire de leur institution financière. Les seconds sont des institutions - fonds de pension, compagnies d'assurances, fondations et autres. Nous noterons simplement que dans le cadre de l'investissement responsable, les investisseurs institutionnels occupent

une part beaucoup plus importante : environ 75% des actifs en investissement responsable, contre 25% pour les particuliers¹⁴.

1.2. Actions, obligations, fonds ISR, sociétés de gestion

Quels actifs pour l'investissement responsable ?

Parmi tous les actifs financiers à disposition des investisseurs et gestionnaires de placements, ceux de l'investissement responsable se limitent pour l'essentiel aux actions (51%) et aux titres à revenu fixe - obligations d'État et d'entreprises (36%) – à quoi l'on peut ajouter l'immobilier (3%), le financement direct des entreprises non-cotées en bourse et le capital-risque (3%) comme l'indique le diagramme en annexe 3¹⁵.

Au Canada, la répartition est assez similaire, avec une place moins importante pour les actions publiques (36%) et une place plus importante pour le capital-risque et d'investissement (9%) et l'immobilier (8%), comme le montre l'annexe 4¹⁶.

Or, concrètement, les placements financiers se font le plus souvent à travers des fonds communs de placements et d'autres types de fonds, élaborés par des sociétés de gestion d'actif et par des institutions financières (dans leurs activités d'investissement).

Fonds ISR et sociétés de gestion

Ces fonds, composés d'un « panier » d'actifs (actions, obligations, etc.) ont l'avantage de mutualiser entre les différents investisseurs les frais de gestion liés notamment à l'analyse financière. Les sociétés de gestion procèdent donc à une sélection des actifs pour créer ces fonds, qui se distinguent les uns des autres selon les classes d'actif, la zone géographique, le profil de risque et la visée de rendement, ou les secteurs concernés.

¹⁴ Global Sustainable Investment Alliance, *op.cit.*, 2018, p. 12.

¹⁵ Global Sustainable Investment Alliance, *idem*.

¹⁶ RIA Canada, *op.cit.*, p. 12.

Les *fonds communs de placement* ou *fonds mutuels* sont ainsi des organismes qui permettent à des particuliers ou à des investisseurs institutionnels, d'investir dans un portefeuille d'actifs et d'être détenteurs de parts dans le fonds. L'intérêt de ces fonds est de permettre une gestion des investissements par des professionnels, en limitant les frais de gestion, grâce à des économies d'échelle. En effet, pour un fonds donné, les gestionnaires gèrent un même portefeuille d'actifs pour plusieurs clients, qui en possèdent des parts. Les *fonds négociés en bourse*¹⁷ sont un autre type de fonds, ils diffèrent des fonds mutuels par le fait que ce sont des actifs financiers cotés en temps réel et échangeables à tout moment sur les marchés financiers, comme les actions. L'autre différence importante consiste dans la gestion pratiquée, qui est en général une gestion passive : ils sont constitués d'un ensemble de valeurs qui ne changent pas ou très peu, et peuvent simplement répliquer tel ou tel indice boursier - y compris des indices « soutenables », construits à partir des données d'agences de notation spécialisées dans l'ESG. Ces différents types de fonds existent donc également pour l'investissement responsable, et un grand nombre de banques et de sociétés de gestion en proposent désormais : ils sont caractérisés par le fait d'être élaborés à partir d'analyses impliquant des enjeux ESG.

1.3. Critères et agences de notation ESG

Les enjeux ESG

L'investissement responsable se définit par l'utilisation de « critères » ou « enjeux » sociaux, environnementaux et de gouvernance ou ESG. Mais en quoi consistent-ils ? Nous pouvons en citer quelques-uns, en nous inspirant de la liste de l'organisation des Principes pour l'investissement responsable de l'ONU, les UN-PRI (annexe 5)¹⁸.

¹⁷ On utilise souvent le sigle anglais ETF, pour *Exchange-traded fund*.

¹⁸ UNPRI, *PRI Reporting Framework Main definitions*, 2018, p. 3. Récupéré le 25 juin 2020 de : <https://www.unpri.org/download?ac=1453>.

. *Critères environnementaux* : « la baisse de biodiversité ; les émissions de gaz à effet de serre ; le changement climatique ; les énergies renouvelables ; l'air ; l'eau et la pollution ou la raréfaction des ressources ; la gestion des déchets ; la destruction de la couche d'ozone ; l'utilisation des terres [...] ».

. *Critères sociaux* : « les droits de l'homme ; le travail forcé ; le travail des enfants et l'esclavage ; la santé et la sécurité au travail ; la gestion du personnel et les relations avec les employés ; la diversité ; les relations avec les communautés locales ; la protection des consommateurs ».

. *Critères de gouvernance* : « la structure, la diversité, la taille, les compétences et l'indépendance du conseil d'administration ; le salaire des dirigeants ; les droits des actionnaires ; la publication des informations ; l'éthique des affaires ; la corruption [...] ».

Au-delà de cette liste fournie par les UN-PRI, qui n'a rien d'une norme contraignante, mais constitue plutôt un guide pour la notation ESG, ce sont les agences de notation sociale ou ESG qui réalisent la notation ESG des titres financiers – actions, obligations et autres actifs. Ces agences (*MSCI, Sustainalytics*) ont des méthodologies, des indicateurs de performance ESG et des échelles de notation qui leur sont propres. Pour en donner une idée, nous reproduisons (dans l'annexe 6) un tableau de l'agence de notation MSCI, la plus importante de ces agences actuellement.

Les agences de notations ESG

Ces agences, qui sont apparues dans des années 1990, se sont largement développées ces dernières années, accompagnant la croissance de l'ISR¹⁹.

Afin d'établir leurs notations, elles utilisent plusieurs sources : les entreprises elles-mêmes (rapports de développement durable, documents publics, questionnaires,

¹⁹ Novethic Research, *Overview of ESG Rating Agencies*, 2014, p. 4-5. Accédé le 20 juillet 2020 à : https://www.novethic.com/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/2014_Overview-of-ESG-rating-agencies.pdf.

entretiens), les parties-prenantes (ONG, syndicats, organisations gouvernementales) et les media²⁰.

À partir des données qu'elles jugent pertinentes, suivant leur méthodologie, elles peuvent établir pour chaque entreprise, un score global, des scores intermédiaires E, S, G, ainsi que des scores pour les différents enjeux ESG et indicateurs-clé de performance ESG qu'elles utilisent - par exemple l'impact carbone, les standards de travail dans la chaîne d'approvisionnement, la production de déchets toxiques, les relations avec les employés, le salaire des dirigeants ou l'indépendance du conseil d'administration.

Les agences fournissent également des filtres pour les gestionnaires qui veulent exclure des entreprises en fonction de certaines activités (exemple : le tabac, l'armement, la production d'OGM, etc.). Certaines donnent également accès aux controverses auxquelles les entreprises font ou ont fait face dans les médias.

Elles sont donc devenues un outil important pour les gestionnaires de fonds qui souhaitent appliquer des stratégies ESG. S'ils souscrivent aux services de ces agences, ils peuvent utiliser ces notations qui sont censées évaluer la « soutenabilité » des pratiques des entreprises. Ces notations ESG peuvent donc être utilisées pour la gestion des risques ESG (exposition au risque-carbone ou au risque lié à l'approvisionnement en eau) ou bien comme un outil pour mettre en œuvre les principes éthiques de certains investisseurs (émissions de CO2, déchets toxiques, collaboration avec des régimes répressifs, etc.). Cela dépend à la fois de l'approche des gestionnaire et des critères ESG utilisés.

2. Diversité de stratégies

En quoi consistent ces stratégies ? On retrouve souvent une classification en sept stratégies dans les rapports des organisations spécialisées, comme *Eurosif*, le *Forum*

²⁰ Novethic Research, *ibid.*, p. 5.

européen de l'investissement responsable, et la *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA), l'organisation globale de l'investissement « durable ». Nous reprenons ici les définitions de ces sept stratégies par le rapport GSIA 2018²¹ :

. **Le filtrage négatif ou par exclusions** : « l'exclusion d'un fond ou d'un portefeuille de certains secteurs, de certaines entreprises ou de certaines pratiques, selon des critères ESG » ;

. **Le filtrage positif et *best-in-class*** : « les investissements dans des secteurs, des entreprises ou des projets, sélectionnés pour leur performance ESG positive, relativement à leurs pairs dans l'industrie » ;

. **Le filtrage fondé sur des normes** : « le filtrage d'investissements en fonction de standards minimums pour les pratiques d'affaire, basé sur les normes internationales, telles que celles produites par l'OCDE, l'Organisation mondiale du travail, l'ONU ou l'UNICEF » ;

. **L'intégration ESG** : « l'inclusion explicite et systématique, par les gérants de portefeuille, de facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance dans l'analyse financière » ;

. **L'investissement sur les thématiques de la soutenabilité** (« *sustainability* ») : « l'investissement sur des thèmes ou des actifs reliés spécifiquement à la soutenabilité (par exemple les énergies propres, les technologies vertes, ou l'agriculture durable) » ;

. **L'investissement d'impact et communautaire** : « les investissements ciblés visant à résoudre des problèmes sociaux ou environnementaux, ce qui inclut l'investissement communautaire (« *community investing* »), dans lequel le capital est dirigé spécifiquement vers des communautés ou des individus défavorisés, aussi bien que le financement des activités ou entreprises ayant un but social ou environnemental clair ».

. **L'engagement actionnarial** : « l'utilisation du pouvoir des actionnaires afin d'influencer le comportement des entreprises, à travers l'engagement direct avec les

²¹ Global Sustainable Investment Alliance, *op.cit.*, p. 7. Traduction libre.

entreprises (en communiquant avec la direction et/ou le conseil d'administration), les propositions, seul ou avec des partenaires, de résolutions d'actionnaires, ou encore le vote par procuration, guidé par des directives ESG complètes ».

Notons que l'organisation des *Principes pour l'investissement responsable*, les PRI, n'en retient que six, puisqu'elle ne prend pas en compte l'investissement d'impact, comme le montre le tableau de correspondance reproduit en annexe 7²².

Afin d'être exhaustif, nous choisissons cependant la définition la plus large de l'investissement responsable ou durable, incluant les sept stratégies proposées par Eurosif et la GSIA, qui inclut l'investissement d'impact et communautaire²³.

Cependant, nous ne prendrons cette classification, la plus détaillée et la plus inclusive, que comme point de départ. Pour les besoins de notre analyse, nous regrouperons ces différentes stratégies en quatre grandes catégories.

Nous proposons donc d'inclure ces sept stratégies dans une synthèse de stratégies, qui sera utilisée pour notre analyse. Comme nous le verrons, notre classification sera très proche de classifications présentes dans la littérature, comme celle de Leys²⁴, qui distingue : 1) l'engagement actionnarial ; 2) la sélection de type *best-in-class* ; 3) le maintien d'exclusions strictes, catégoriques ; 4) le financement de « l'économie alternative ».

Pour les besoins de notre analyse, qui consistera à passer au crible des grandes approches éthiques les stratégies ISR, nous simplifierons cette classification en quatre grands types de stratégie. En effet, plusieurs des sept stratégies mentionnées dans les rapports présentent des similarités et peuvent être regroupées. La partie suivante consiste ainsi à présenter ces quatre grands types de stratégies.

²² European Sustainable Investment Forum, *European SRI study 2018*, 2018, p. 12.

²³ *European Financial Asset Managers Association*.

²⁴ Jos Leys, « Having a look at the effectiveness of SRI-endeavors », *Philosophica*, vol 80, 2007, p. 122.

3. Classification des stratégies

Avant tout, précisons que l'investissement responsable se déploie principalement à travers des fonds : fonds communs de placement, fonds négociés en bourses, ou autres types de fonds. Ces fonds, élaborés et gérés par des sociétés de gestion d'actif ou des banques, peuvent mettre en œuvre plusieurs stratégies ISR combinées entre elles ou une seule d'entre elles. Pour clarifier notre analyse éthique de l'investissement responsable, nous utiliserons une classification en quatre grandes catégories de stratégies, regroupant les stratégies mentionnées plus haut :

- 1) Les stratégies ISR excluant ou sélectionnant des actifs (actions, obligations) en fonction des activités pratiquées par l'entité émettrice des titres. Cela regroupe d'une part les stratégies d'*exclusion par domaine d'activité* ou de *désinvestissement* et d'autre part les stratégies de *sélection par secteur d'activité*, comme dans les *fonds thématiques*, généralement sur des thématiques environnementales (que nous appellerons stratégies de type A).
- 2) Les stratégies ISR qui n'impliquent pas d'exclusion ou de sélection du fait des activités pratiquées ou de l'appartenance à un secteur particulier, mais sélectionnent les actifs selon la manière dont les entités concernées conduisent leurs affaires, c'est-à-dire selon leurs pratiques ESG, peu importe leur domaine d'activité. Cela inclut les stratégies de filtrage selon des normes, de filtrage positif et best-in-class et enfin d'intégration ESG (stratégies de type B)
- 3) La stratégie de l'engagement actionnarial qui consiste à utiliser des droits liés au statut d'actionnaire, pour essayer d'influencer la manière dont les entreprises mènent leurs activités (stratégie de type C)

Les stratégies ISR qui ne se concentrent pas sur les investissements boursiers, comme les stratégies A, B et C, mais principalement sur les investissements finançant directement des organisations ou des projets. Cette catégorie recoupe largement celle de

l'investissement d'impact et de l'investissement communautaire. Il peut s'agir d'investissements dans des entreprises non-cotées en bourse, comme des entreprises sociales ou des entreprises dans le domaine des technologies de l'environnement, ou dans des obligations vertes – caractéristiques de l'investissement d'impact. Cela peut également concerner des projets sociaux locaux, comme dans l'investissement communautaire (stratégies de type D).

3.1. Sélection et exclusion selon le type d'activité (A)

3.1.1. Filtres d'exclusion par secteur ou type d'activité

Définition : Cette stratégie consiste à exclure certains actifs (actions, obligations) d'un portefeuille en raison de certaines activités des entreprises : armement, tabac, pétrole, industrie nucléaire, production d'OGM, etc.

Elle se rapproche du *désinvestissement*, consistant à se séparer des investissements réalisés par le passé dans certains secteurs, pour des raisons éthiques, ou parfois pour des raisons de gestion du risque environnemental.

Cette stratégie de filtrage négatif a été la première utilisée historiquement en investissement responsable. Laura Berry²⁵ voit ainsi les mouvements quaker et méthodiste au États-Unis comme des précurseurs de l'investissement responsable, car ils ont commencé à appliquer des exclusions dans leurs investissements. En 1758, le mouvement quaker décida de condamner formellement le commerce des esclaves et de mettre en place des moyens de financement pour leur rachat et leur libération. Au XX^{ème} siècle, diverses Églises et

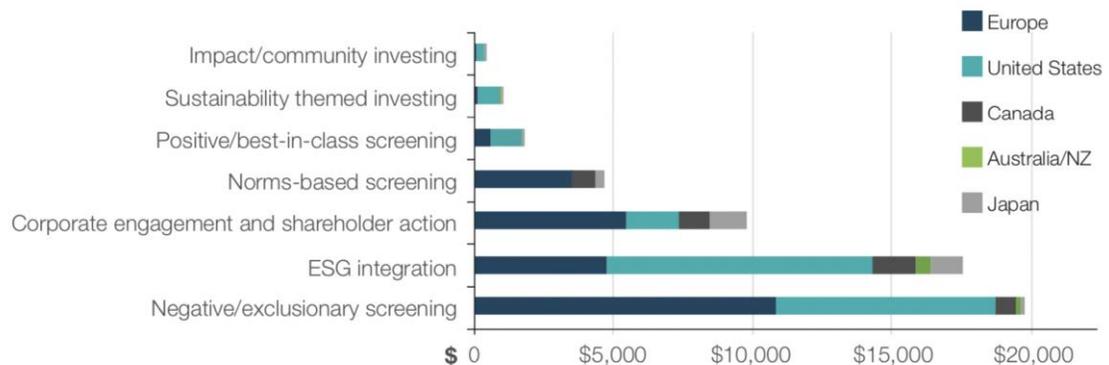
²⁵ Laura Berry, « Religious Investors and responsible investment », dans Tessa Hebb, Hawley, James P., Hoepner, Andreas J.F., Neher, Agnes, L. et Wood, David (dir.), *The Routledge Handbook of Responsible Investment*, Routledge, 2015, p. 474.

congrégations religieuses, ont établi des listes de critères éthiques conduisant à proscrire les investissements dans les entreprises des domaines du « péché », les « *sin stocks* » : l'alcool, le tabac, les paris et jeux de hasard. Plus récemment, cette approche se retrouve dans différents fonds inspirés par des religions ou « *faith-based funds* ». Avec le temps et l'apparition de fonds « éthiques » non fondés sur la religion, les domaines d'exclusion se sont élargis, accompagnant les événements politiques - guerre du Vietnam, apartheid en Afrique du Sud – et l'évolution de la société et de la technologie. Les exclusions se sont étendues, selon les fonds concernés, à des domaines aussi divers que l'armement, la contraception, les tests sur les animaux, la recherche sur les cellules souches, le nucléaire ou les industries extractives.

Situation et évolution récente : La pratique de l'exclusion ou du filtrage négatif représente globalement la stratégie la plus répandue aujourd'hui, comme l'indique le diagramme ci-dessous, et elle est toujours en croissance à l'échelle globale entre 2016 et 2018²⁶.

Répartition des actifs sous gestion des différentes stratégies ISR, à l'échelle globale²⁷ :

FIGURE 5: SUSTAINABLE INVESTING ASSETS BY STRATEGY AND REGION 2018



Note: Asset values are expressed in billions of US dollars.

Exemples : au Canada, les principaux filtres négatifs utilisés sont les suivants : l'armement, le tabac, la pornographie, les jeux d'argent, le nucléaire, l'alcool et

²⁶ Global Sustainable Investment Alliance, *op.cit.*, « Global growth of sustainable strategies, 2016-2018 », p. 10.

²⁷ Global Sustainable Investment Alliance, *ibid*, p. 10.

l'expérimentation animale²⁸. En Europe on trouve des thèmes similaires : l'armement, le tabac, les jeux d'argent, la pornographie, l'énergie nucléaire, l'alcool, les pratiques de tests sur les animaux ou les OGM (annexe 8)²⁹.

Nous avons donc présenté une stratégie visant à exclure des investissements certaines activités qui sont condamnées du point de vue éthique. Mais à l'inverse, il est également possible de se concentrer uniquement sur un secteur d'activité jugé désirable du point de vue éthique : dans le contexte récent marqué par les questions environnementales, c'est ce que visent *les investissements sur les thématiques de la « soutenabilité »*.

3.1.2. Investissements sur des thématiques de soutenabilité

Définition : Les fonds thématiques « durables » ou « soutenables » (*sustainability-themed*) sont des fonds commun de placements, ou des fonds négociés en bourse, composés d'actions et/ou d'obligations, se concentrant sur des activités liées à l'environnement et au développement durable. Parmi les principaux thèmes, on trouve le changement climatique, la gestion de l'eau, mais aussi les transports, l'agriculture et la foresterie, la gestion des déchets, ou encore l'efficacité énergétique³⁰.

Situation et évolution récente : les montants investis selon cette stratégie sont passés de 276 milliards de dollars en 2016 à 1017 milliards en 2018, soit 269% d'augmentation en 2 ans au niveau global³¹. La nécessité d'une transition énergétique a sans doute contribué à cette augmentation. Selon le rapport *Eurosif 2018*, la prédominance des discussions internationales autour du changement climatique a sans doute contribué à cette augmentation, de même que la prise de conscience grandissante des problèmes

²⁸ RIA Canada, *op.cit.*, p. 22.

²⁹ European Social Investment Forum, *op.cit.*, 2018, p. 24.

³⁰ European Social Investment Forum, *ibid.*, « *Sustainability Themed Investments* », p. 18.

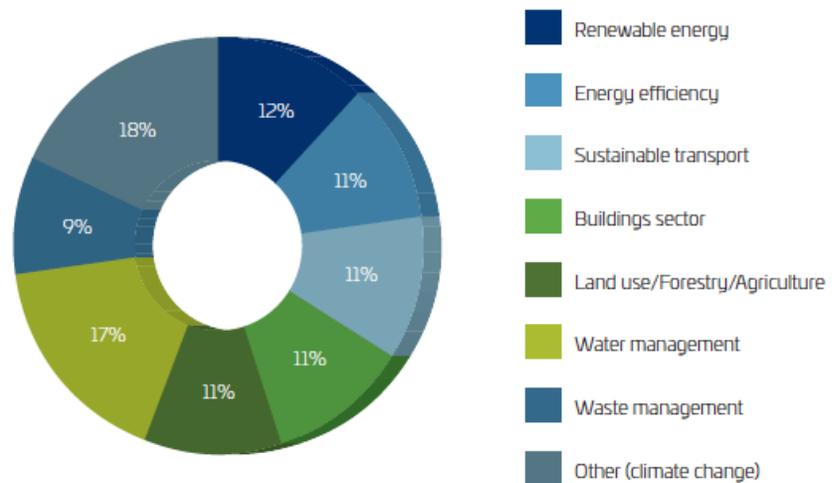
³¹ Global Sustainable Investment Alliance, *op.cit.*, « *Global growth of sustainable strategies, 2016-2018* », p. 10.

d’approvisionnement en eau potable, qui touchent des zones représentant 1,2 milliards de personnes³².

Exemples : De nombreux fonds de ce type sont proposés aux investisseurs sur ces thèmes. Un investisseur individuel ou un gestionnaire de portefeuille pourra ainsi investir dans un fonds centré sur les énergies renouvelables, ou sur une source d’énergie spécifique : par exemple, le *First Trust ISE Global Wind Energy Index Fund*³³, concentré sur l’industrie de l’énergie éolienne, ou du fonds *Invesco Solar ETF*³⁴, concentré sur l’énergie solaire. On peut aussi prendre l’exemple d’un fonds négocié en bourse centré sur les entreprises du domaine de l’agriculture biologique, nommé « *Organics ETF* »³⁵.

Le diagramme ci-dessous illustre les principaux thèmes utilisés dans le cas de l’Europe³⁶ : la construction, les transports, l’agriculture et la foresterie, les énergies renouvelables, la gestion de l’eau, des déchets, ou encore l’efficacité énergétique :

Figure 4: Sustainability Themed Investments



³² European Social Investment Forum, *op.cit.*, 2018, p. 18-19.

³³ <http://etfdb.com/etf/FAN/>

³⁴ <http://etfdb.com/etf/TAN/>

³⁵ http://etfdb.com/etf/ORG/#etf-holdings&sort_name=weight&sort_order=desc&page=2

³⁶ European Social Investment Forum, *op.cit.*, 2018, p. 18.

Commentaires : ces thèmes sont souvent liés à la dé-carbonisation de l'économie. Selon *Eurosif*³⁷, des événements comme la COP 21 peuvent justement permettre à la finance de rediriger les capitaux, afin d'aider la transition vers une économie « bas-carbone ».

Cependant, il sera intéressant dans notre analyse de distinguer plusieurs types d'investissements thématiques : d'une part les actions et obligations sur les marchés secondaires, qui semblent constituer l'essentiel de ces fonds, mais dont l'impact est très discutable, comme nous le verrons ; d'autre part des investissements directs finançant des projets ou des entreprises, sur ces thèmes de développement durable, plus susceptibles d'avoir un impact. On se situe alors à la frontière de l'investissement d'impact.

3.2. Stratégies centrées sur les pratiques ESG (B)

Ces stratégies ont en commun de sélectionner des actifs financiers en fonction de la manière dont les entreprises mènent leurs activités. Elles n'impliquent donc pas, contrairement aux stratégies de type A, des exclusions de secteurs entiers ou de types d'activité. Il s'agit plutôt pour les gestionnaire utilisant ces stratégies de sélectionner des actifs en utilisant les données des agences de notation ESG, cela de plusieurs manières possibles : 1) soit en sélectionnant des titres liés aux entités ayant les meilleures performances ESG par secteur - c'est filtrage positif ou le best-in-class (3.2.1.) ; 2) soit en utilisant les analyses ESG comme un complément de l'analyse financière traditionnelle - c'est l'intégration ESG (3.2.2.) ; 3) soit en sélectionnant seulement des titres d'entreprises respectant, dans leurs pratiques, certaines normes internationales - c'est le filtrage selon des normes (3.2.3.). Pour ces trois stratégies, ce sont les agences de notation ESG qui fournissent souvent les données permettant d'appliquer ces stratégies. Comme les stratégies de type B ou « pratiques ESG » utilisent abondamment les données des

³⁷ *European Social Investment Forum, ibid*, 2018, p. 15.

agences de notation et les « enjeux ESG », nous renvoyons aux annexes pour plus de précisions sur ces agences de notation et les critères et indicateurs de performance ESG qu'elles utilisent.

3.2.1. Filtrage positif et best-in-class

Définition : La pratique du *filtrage positif* ou *best-in-class* consiste à sélectionner des entreprises jugées les meilleures dans leur secteur d'activité. Ce sont les notations ESG établies par une ou plusieurs agences de notation sociale qui permettent aux gérants de portefeuille d'établir cette sélection. Cela laisse place à une certaine variabilité, selon les agences de notation utilisées et les critères d'exigence des gestionnaires. Le filtrage positif consiste donc à *sélectionner* des entreprises, du fait de leurs bonnes pratiques ESG - selon les analyses des agences de notations ESG, mais sans exclure aucun secteur particulier.

Variante : le *Best-in-universe* utilise également des mesures de performance ESG, mais sans sélectionner nécessairement des entreprises de tous les secteurs : les performances ESG de toutes les entreprises de tous les secteurs sont comparées entre elles, ce qui tend à favoriser les secteurs les plus « vertueux » et peut conduire à éliminer de facto certains secteurs, non pour des raisons de principe (stratégies de type A) mais pour les mauvaises performances ESG des entreprises³⁸.

Enfin, la pratique du *Best-effort* consiste à sélectionner les émetteurs de titres montrant les meilleures améliorations de leurs performances ESG dans le temps³⁹.

³⁸ Selon *Novethic*, media spécialisé en investissement responsable « l'approche **Best-in-universe** est un type de **sélection ESG** consistant à privilégier les émetteurs les mieux notés d'un point de vue **extra-financier** indépendamment de leur **secteur d'activité**, en assumant des biais sectoriels, puisque les secteurs qui sont dans l'ensemble considérés plus vertueux seront plus représentés ». Consulté le 17 juillet 2020 à : <https://www.novethic.fr/lexique/detail/best-in-universe.html>

³⁹ Le *Best-effort* « désigne un type de **sélection ESG** consistant à privilégier les émetteurs démontrant une amélioration ou de bonnes perspectives de leurs **pratiques et de leurs performance ESG** dans le temps » selon *Novethic*. Consulté le 17 juillet 2020 à : <https://www.novethic.fr/lexique/detail/best-effort.html>

Situation et évolution récente : à l'échelle globale, cette stratégie n'est que la cinquième en termes de montant total d'actifs sous gestion, mais elle est en forte progression : le montant des actifs gérés selon ces stratégies a plus que doublé entre 2016 et 2018 au niveau mondial⁴⁰. Au Canada, c'est la moins utilisée de toutes les stratégies, mais elle est passée d'environ \$3 milliards CAD en 2013 à près de \$12 milliards CAD en 2017⁴¹. Cependant, selon un rapport du *CFA Institute* de 2018, les investisseurs estiment que cette stratégie est amenée à prendre de l'importance dans les cinq prochaines années⁴².

Exemples : pour illustrer cette stratégie, on peut prendre l'exemple des fonds élaborés en refusant tout désinvestissement des énergies fossiles. Ces fonds incluent donc une ou plusieurs entreprises de ce secteur, du fait de meilleures pratiques ESG, par exemple, pour l'aspect social (S), la diversité au sein de l'entreprise, la prise en compte minimale des populations autochtones ou les conditions de travail des salariés ; ou bien, pour l'aspect environnemental (E), les efforts pour réduire la pollution générée par les installations. Finalement : « avec le filtrage positif, un investisseur responsable peut choisir d'inclure une société pétrolière faisant preuve de leadership en matière de développement durable dans son secteur, malgré la réputation globale ou le bilan environnemental du secteur au sens large »⁴³.

Commentaires : du point de vue de l'environnement, cette stratégie paraît problématique, et en contradiction avec l'idée de soutenabilité environnementale, étant donné les conséquences de ces activités sur le réchauffement climatique. Du point de vue financier, cette approche présente l'avantage pour les gestionnaires de n'exclure aucun secteur de l'économie, ce qui évite de nuire à la diversification des investissements, principe important dans la gestion de portefeuille en finance. Cette stratégie autorise donc à choisir la « meilleure » des entreprises d'extraction minière ou d'armement.

⁴⁰ Global Sustainable Investment Alliance, *op.cit.*, 2018, p. 10. Les montants d'actifs sous gestion utilisant cette stratégie sont passés de 818 milliards de dollars américains en 2016 à 1841 milliards en 2018.

⁴¹ AIR Canada, *op.cit.*, p. 24.

⁴² AIR Canada, *idem.*, cite le rapport du CFA Institute, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*.

⁴³ AIR Canada, *idem.*

3.2.2. L'intégration ESG

Définition : « L'intégration des facteurs ESG désigne le processus d'intégration systématique des facteurs ESG dans l'analyse financière traditionnelle. Avec l'intégration des facteurs ESG, l'analyste ou le gestionnaire de portefeuille intègre les données ESG aux paramètres financiers traditionnels lors de l'évaluation de la valeur d'une entreprise »⁴⁴.

Cette stratégie semble particulièrement illustrer le nouvel élan qu'a pris l'investissement responsable au milieu des années 2000, notamment avec la naissance de l'organisation des Principes pour l'investissement responsable⁴⁵, lancés sous l'impulsion de l'ONU en 2006. Il s'agit pour les signataires des PRI de s'engager à promouvoir les pratiques d'investissement « durable », c'est-à-dire des pratiques financières plus « soutenables » à long-terme, ce qui suppose de prendre en comptes les risques ESG dans l'évaluation des actifs financiers. Cela permettrait en effet de limiter : 1) les risques touchant entreprises dans lesquelles on investit ; 2) les risques systémiques causés par des pratiques d'investissement irresponsable (par exemple de crise financière) en promouvant des pratiques plus « soutenables ».

Cette nouvelle approche est construite autour de l'idée que l'adoption de considération environnementales, sociales et de gouvernance par les investisseurs a des avantages financiers en réduisant les risques à long-terme dans ces trois domaines de l'ESG. La gestion du risque inclut en particulier l'évaluation des risques environnementaux, notamment avec la limitation du risque climatique, qui recouvre les deux types de risques - systémique et individuel. Dans ces deux cas, cela est fait pour des raisons instrumentales, et donc « éthiques » seulement en un sens très restreint. Mais cela pourrait inciter les entreprises à prendre en compte les risques sociaux et environnementaux, par exemple à

⁴⁴ AIR Canada, *ibid*, p. 16.

⁴⁵ *Principles for Responsible Investment* (PRI).

limiter les émissions de CO2. Cette vision est développée sur le site web et dans les rapports des PRI⁴⁶ ainsi que dans diverses publications récentes⁴⁷.

Situation et évolution récente : Cette stratégie est aujourd'hui la deuxième plus importante en termes d'actifs sous gestion dans le monde après les exclusions⁴⁸. Au Canada, il s'agit de la stratégie la plus utilisée, en très forte augmentation entre 2013 et 2017, avec près de 1900 milliard de dollars CAD en 2017⁴⁹.

Exemples : la prise en compte des risques environnementaux peut inclure, notamment : l'anticipation d'une augmentation des taxes sur le carbone ou la prévision de pénuries en eau dans certaines régions du monde, le risque le plus présent dans l'actualité étant le risque climatique. Le changement climatique, dans cette approche, n'est pas vu en premier lieu comme un problème éthique, mais comme un facteur de risque pour les pratiques d'affaires dans le futur, dans différents secteurs impactés par ce changement (tourisme, agriculture, etc.)

Commentaires : les processus d'intégration ESG contribuent à faire évoluer la finance traditionnelle : comme le soulignent certains auteurs⁵⁰, cette stratégie permet de faire connaître l'analyse ESG et de passer d'un ISR de niche à un ISR *mainstream*, et donc d'intégrer les enjeux ESG dans les stratégies de gestion des fonds d'investissement « classiques »⁵¹. Il faut noter que cela se fait pour des raisons principalement financières, ce qui explique le succès de cette stratégie, qui permet d'identifier les risques et les opportunités qui ne sont pas visibles par l'analyse financière traditionnelle⁵². Des analystes spécialisés se forment donc de plus en plus à cette analyse des aspects ESG les plus importants dans chaque secteur⁵³. Un analyste utilisant l'intégration ESG peut actualiser son évaluation de la valeur d'une entreprise, en prenant en compte les risques

⁴⁶ Site internet des PRI : <https://www.unpri.org/>

⁴⁷ Tessa Hebb, James P. Hawley, Andreas J.F. Hoepner, Agnes L. Neher, et David Wood (dir.), *The Routledge Handbook of Responsible Investment*, Routledge, 2015, 739 p.

⁴⁸ Global Sustainable Investment Alliance, *op.cit.*, p. 10.

⁴⁹ AIR Canada, *op.cit.*, p. 16-17.

⁵⁰ Orith Azoulay et Vincent Zeller, « ISR : stratégie de « niche » ou « *mainstream* » ? », *Revue d'économie financière*, vol. 85, 2006, cité par Revelli, *op.cit.*, p. 45.

⁵¹ Revelli, *op.cit.*, p. 45.

⁵² AIR Canada, *op.cit.*, p. 17.

⁵³ AIR Canada, *idem*.

de pénurie d'eau dans ses zones d'activité, ou les risques liés au non-respect des droits de l'homme⁵⁴.

3.2.3. Le filtrage fondé sur des normes

Définition : selon le rapport de l'investissement responsable canadien 2018 : « Le filtrage basé sur les normes fait référence au filtrage des investissements basé sur le respect des normes et standards internationaux. Il peut s'agir d'exclure des investissements qui ne sont pas conformes aux normes ou standards reconnus à l'échelle mondiale »⁵⁵.

Cette stratégie consiste donc à exclure les actifs dont les émetteurs ne respectent pas telle ou telle norme internationale reconnue : les normes de l'ONU, de l'OCDE, de l'Organisation internationale du travail (OIT) ou la Déclaration universelle des droits de l'homme. Ce sont les agences de notations ESG qui examinent le respect ou le non-respect de ces conventions internationales⁵⁶. Il s'agit d'utiliser le non-respect de ces normes concernant la protection de l'environnement, les droits de l'homme, les droits des travailleurs, et les normes anti-corruption, comme des motifs d'exclusion.

Situation et évolution récente : c'est la quatrième stratégie la plus pratiquée dans le monde en 2018, la seule qui était en baisse entre 2016 et 2018 (-24%)⁵⁷. Au Canada, c'est la troisième stratégie la plus employée, en constante augmentation entre 2013 et 2017⁵⁸.

Exemples : au Canada, les normes les plus utilisées sont le Pacte mondial des Nations-Unis⁵⁹, les Principes directeurs des Nations Unies pour les entreprises et les droits de l'homme, et les Principes directeurs de l'OCDE sur les entreprises multinationales⁶⁰.

⁵⁴ AIR Canada, *ibid.*, p. 16.

⁵⁵ AIR Canada, *ibid.*, p. 21.

⁵⁶ Novethic Research, *op.cit.*, p. 6.

⁵⁷ Global Sustainable Investment Alliance, *op.cit.*, p. 10.

⁵⁸ AIR Canada, *op.cit.*, p. 21.

⁵⁹ Ce Pacte mondial comprend 10 Principes, inclus dans 4 catégories : droits de l'homme, droits du travail, environnement et lutte contre la corruption. The UN Global Compact, *The Ten Principles of the UN Global Compact*. Site internet : <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>

⁶⁰ AIR Canada, *op.cit.*, p. 21.

Commentaires : en procédant de la sorte, les investisseurs peuvent décider des normes sociales et environnementales que les entreprises doivent respecter pour se maintenir dans leur portefeuille. Les limites de cette stratégie renvoient donc à celles des normes utilisées, qui sont loin de couvrir tous les aspects sociaux et environnementaux des pratiques des entreprises, en particulier du point de vue environnementale et de celui des inégalités sociales. Elles permettent d'éliminer les pires entreprises, mais certainement pas toutes celles qui provoquent des dommages environnementaux majeurs.

3.3. L'engagement actionnarial et le vote (C)

Définition : cette stratégie consiste à utiliser les droits des actionnaires – vote et dépôt de résolutions - afin d'influencer les pratiques des entreprises. Elle consiste souvent à engager un dialogue avec l'entreprise, du fait de ce statut d'actionnaire.

L'engagement actionnarial n'est pas une sélection d'actifs selon de « bonnes pratiques » ESG, mais plutôt l'accompagnement des entités déjà présentes dans un fonds, pour essayer d'améliorer leurs pratiques, qu'elles soient bonnes ou mauvaises.

Né au début du mouvement ISR moderne avec les résolutions d'actionnaires contre les entreprises engagées en Afrique du Sud⁶¹, l'engagement actionnarial vise à orienter les politiques des entreprises, soit sur le mode de la confrontation (on parle alors d'*activisme actionnarial* des années 70 aux États-Unis) soit sur le mode du dialogue concerté avec les dirigeants (on parle surtout aujourd'hui d'*engagement actionnarial*) sur des questions sociales, écologiques et de gouvernance.

Situation et évolution récente : aujourd'hui, l'engagement est la troisième stratégie la plus répandue dans le monde, en augmentation de 17% entre 2016 et 2018⁶². Au Canada, c'est la deuxième stratégie la plus pratiquée, en forte croissance entre 2013 et 2017 : au cours

⁶¹ Berry, *op.cit.*, p. 475-478.

⁶² *Global Sustainable Investment Alliance, op.cit.*, p. 10.

de cette période, le montant des actifs sous gestion concernés a environ doublé, pour atteindre près de 1500 milliards de dollars CAD⁶³.

Exemples : concrètement, l'engagement actionnarial peut être mis en œuvre par des organisations qui se chargent de coordonner les demandes de plusieurs investisseurs sur des enjeux ESG, comme le fait, par exemple, l'ICCR aux États-Unis⁶⁴. En effet, de grands investisseurs ont un pouvoir de négociation plus important face aux grandes entreprises : les alliances d'investisseurs semblent bien augmenter les chances de voir leurs demandes acceptées. Les agences de notations ESG proposent également des services d'engagement actionnarial, consistant à identifier des thèmes ESG de dialogue pour chaque entreprise, et à guider les investisseurs dans leur processus d'engagement⁶⁵. Elles peuvent également faciliter la collaboration des différents investisseurs dans ce processus. Dans les faits, cette stratégie est le plus souvent combinée avec d'autres stratégies. Par exemple, un investisseur important aura un pouvoir de négociation pour faire accepter certaines résolutions, car les entreprises qui ne coopèrent pas pourront tout simplement être exclues du fonds concerné.

Commentaires : cette stratégie est assez spécifique, elle consiste à tenter de faire pression sur une entreprise, une fois que l'on en détient des titres, afin de la faire évoluer dans ses pratiques. Elle est donc utilisée en coordination avec d'autres stratégies d'investissement responsable, notamment l'intégration ESG. Elle peut également consister en une menace implicite de désinvestissement, si les tentatives de dialogue échouent.

Contrairement à l'exclusion, cette stratégie ne refuse pas par principe d'investissement dans tel ou tel domaine d'activité : elle suggère d'essayer de transformer les pratiques des entreprises, quels que soient leur secteur d'activité. Elle peut donc facilement être conciliée avec les stratégies d'intégration ESG, car elle n'implique pas a priori d'exclusions de secteur, ce qui ne nuit donc pas à la diversification, aspect important en gestion de portefeuille. Par contre elle s'expose à des critiques du point de vue éthique,

⁶³ AIR Canada, *op.cit.*, p. 17.

⁶⁴ *Interfaith Center for Corporate Responsibility (ICCR)*. Voir Berry (2016), *op.cit.*

⁶⁵ Novethic Research, *op.cit.*, p. 6.

puisqu'elle pourra amener à dialoguer avec des entreprises polluantes ou ayant des pratiques éthiques contestables, mais avec l'espoir de les faire évoluer dans ces pratiques.

Comme l'illustre le schéma en annexe 9, cette stratégie peut être combinée avec des stratégies d'intégration ESG, surtout de la part des investisseurs institutionnels⁶⁶. Cela signifie, lorsque les stratégies se recouvrent sur le schéma, que les investisseurs ont des pratiques d'engagement actionnarial avec les entreprises dont ils sont actionnaires.

3.4. L'investissement d'impact (D)

Définition et présentation : « Les investissements d'impact sont des investissements faits dans des entreprises, des organisations et des fonds, avec l'intention de créer un impact social et environnemental ainsi qu'un retour financier. »⁶⁷.

Au-delà de la simple *intention* d'avoir un impact, l'investissement d'impact se caractérise par⁶⁸ : 1) l'exigence explicite d'*impacts mesurables* ; 2) *la mesure effective* de ces impacts.

L'investissement d'impact est en fait un terme « chapeau » ou « parapluie », englobant diverses pratiques et classes d'actifs, ainsi que divers objectifs de rendement et d'impact. En un sens, il s'agit d'une nouvelle façon de financer des projets sociaux ou environnementaux et des entreprises sociales, venant s'ajouter aux moyens déjà existants pour cela : les fonds publics, les organisations de bienfaisances et ONG, ou le financement participatif⁶⁹. La spécificité de l'investissement d'impact est que ce financement se fait à travers des mécanismes de marché. À la différence des dons effectués par les fondations et organismes philanthropiques, l'investissement d'impact vise non seulement un impact social, mais également un retour financier ou, a minima, la conservation du capital investi.

⁶⁶ US-SIF, *Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2018*, 2018, p. 2.

⁶⁷ Global Impact Investing Network (GIIN), « *What is Impact Investing?* ». Traduction libre. Récupéré de : <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>

⁶⁸ European Social Investment Forum, *SRI study 2014*, 2014, p. 24.

⁶⁹ European Social Investment Forum, *ibid.*, p. 22.

Notons que la pratique de *l'investissement communautaire* est souvent englobée dans les investissements d'impact, définis comme : « des investissements ciblés, destinés à résoudre des problèmes sociaux ou environnementaux, et incluant aussi bien l'investissement communautaire, où le capital est dirigé spécifiquement vers des communautés ou des individus défavorisés, que le financement aux entreprises ayant un objectif social ou environnemental clair »⁷⁰.

Situation et évolution récente : ce type d'investissement n'a cessé de se développer depuis 2007, date où l'expression a été forgée, en anglais *impact investing*⁷¹, même si c'est encore la moins développée des stratégies ISR au niveau global. Elle représente environ 1,5% de la totalité des actifs sous gestion en investissement responsable, si l'on se fie au dernier rapport *Global Sustainable Investment Review* mais elle est en croissance de 79% entre 2016 et 2018, soit une augmentation nettement plus rapide que la moyenne des autres stratégies⁷². Au Canada, c'est la sixième des stratégies utilisées, avec environ 0,7% des montants sous gestion en IR⁷³. Néanmoins, elle est également en forte augmentation : les montants investis ont plus que triplé entre 2013 et 2017⁷⁴.

Exemples : L'investissement d'impact peut concerner des projets sociaux, par exemple pour permettre l'accessibilité de services de base pour les plus modestes : logement, soins médicaux, éducation. Il concerne aussi des projets liés à l'environnement : les énergies renouvelables, l'agriculture et l'alimentation, la gestion de l'eau⁷⁵. Les principaux secteurs d'investissement d'impact sont, par ordre d'importance, en pourcentage des montants sous gestion en investissement d'impact : l'énergie (16%), les services

⁷⁰ Global Sustainable Investment Alliance, *op.cit.*, p. 7. Traduction libre.

⁷¹ Global Impact Investing Network (GIIN), *Annual Impact Investor Survey 2020*, 2020, p.14.

⁷² Global Sustainable Investment Alliance (2018), *op.cit.*, p. 10. Pour 2019, les estimations de l'organisation qui lui est consacrée, le Global Impact Investing Network (GIIN), montrent une forte augmentation entre 2017 et 2019. Le montant des actifs sous gestion en investissement d'impact serait de \$715 milliard US fin 2019, Global Impact Investing Network (GIIN), *op.cit.*, p. 40.

⁷³ Au 31 décembre 2017, l'investissement d'impact au Canada représentait \$14,75 milliards CAD, et l'investissement responsable \$2132 milliards CAD, selon AIR Canada, *op.cit.*, p. 11 et p. 23.

⁷⁴ AIR Canada, *op.cit.*, p.23.

⁷⁵ Site web du Global Impact Investing Network, « *What is Impact Investing ?* ».

financiers divers (12%), la foresterie (10%), l'agriculture et l'alimentation (9%), la microfinance (8%), le logement (8%), la santé (7%), l'accès à l'eau et l'hygiène (6%)⁷⁶.

On peut trouver des exemples concrets dans les rapports du sur le site internet du *Global Impact Investing Network (GIIN)* :

La *Packard foundation* finance des projets de conservation des écosystèmes, par exemple auprès de *Ecotrust Forests Management*, qui vise une gestion et une exploitation plus soutenable des forêts⁷⁷.

FMO, la banque de développement néerlandaise, a réalisé un prêt de plus de 20 millions d'euros pour le développement de la ferme éolienne de *Salkhit*, fournissant 5% de l'électricité de la Mongolie⁷⁸.

Le *National Community Investment Fund*, fonds d'investissement à but non-lucratif orienté vers le développement d'institutions financières pour les communautés défavorisées, investit dans *Carver Bancorp Inc*, créée en 1948 pour offrir aux communautés Afro-américaines des services financiers auxquelles n'avaient pas accès⁷⁹.

De plus, certains investisseurs qui veulent avoir un impact ont plus d'aversion au risque que d'autres. Pour leur permettre d'investir dans certains projets, des structures de capital « mixte » (*blended capital*) peuvent rassembler des capitaux en permettant différents niveaux de risque-rendement, par exemple le projet *Benefit Chicago : Chicago Community Trust, MacArthur Foundation et Calvert Foundation* prévoient d'investir jusqu'à \$100 millions dans des prêts à faible taux pour des OBNL et entreprises sociales soutenant l'investissement communautaire dans la région de Chicago⁸⁰.

Enfin, le « *Seychelles Conservation and Climate Adaptation Trust* », prend en charge une partie de la dette des Seychelles à condition de rediriger le capital vers la protection de l'environnement : 5,6 millions de \$ vont financer l'adaptation au changement climatique

⁷⁶ Global Impact Investing Network, *op.cit.*, 2018, p. 33.

⁷⁷ <https://thegiin.org/research/profile/ecotrust-forests-i-llc-ef-i>

⁷⁸ <https://thegiin.org/research/profile/clean-energy>

⁷⁹ <https://thegiin.org/research/profile/carver-bancorp-inc>

⁸⁰ Global Impact Investing Network (2017), *Annual Impact Investor Survey*, 2017, p. 8.

et la protection maritime. Ces initiatives visent à protéger une zone maritime de la taille de l'Allemagne, constituant la seconde réserve marine de l'Océan indien⁸¹.

Commentaires : comme le mentionne le Rapport de tendance de l'investissement d'impact canadien 2018, il y a un risque de « blanchiment d'impact » avec ce type d'investissement dans les actions publiques, l'impact n'étant bien souvent pas la préoccupation de ces sociétés cotées⁸². De plus, l'impact des investissements sur les marchés secondaires est très discutable et souvent considéré comme nul ou très faible.

Ce point doit être prolongé par un deuxième aspect pointé du doigt dans ce rapport : les problèmes liés à la mesure de l'impact, en particulier pour les actions publiques : « Alors que l'investissement d'impact continue de gagner du terrain en tant qu'approche permettant de générer un impact et un rendement financier, il sera crucial de mesurer et de démontrer l'impact de ce changement pour assurer le succès et la croissance de l'investissement d'impact sur les marchés publics »⁸³.

Cette préoccupation du « blanchiment d'impact » semble d'ailleurs présente chez nombre d'investisseurs d'impact eux-mêmes, comme le montre le tableau présentant les principaux défis à relever pour ces investissements. Les autres préoccupations sont justement liées aux problèmes à démontrer des résultats quant à l'impact, ou à comparer les impacts avec les pairs⁸⁴.

Mesure de l'impact : il existe de nombreux outils de mesure de l'impact à disposition des investisseurs d'impact. Cependant, les enquêtes menées auprès de ces derniers montrent que ce secteur manque d'uniformité, de nombreuses mesures différentes étant utilisées. De plus, certains investisseurs d'impact se contentent de métriques « internes », non alignées sur ces métriques standardisées⁸⁵. On peut se faire une idée de la diversité des

⁸¹ Global Impact Investing Network, *idem*.

⁸² « Le « blanchiment d'impact » est une préoccupation croissante chez les investisseurs d'impact, car l'intentionnalité de l'impact comme fondement des modèles d'affaires des sociétés ouvertes est souvent débattue. », AIR Canada, *Rapport de tendances de l'investissement d'impact canadien 2018*, 2018, p. 13.

⁸³ AIR Canada, *ibid.*, 2018, p. 13.

⁸⁴ Global Impact Investing Network, *op.cit.*, 2020, p. 9.

⁸⁵ AIR Canada, *Rapport de tendances de l'investissement d'impact canadien 2018*, 2018, p. 20.

outils de mesure de l'impact, avec le diagramme montrant les outils ou cadres utilisés par les investisseurs interrogés lors de la dernière enquête du GIIN⁸⁶.

On voit que deux métriques de dégagent : les Objectifs du développement durable (ODD) de l'ONU, et celles de l'IRIS, *Impact Reporting and Investment Standards*.

Les Objectifs du développement durable ont été adoptés par les Nations Unies en 2015, à la suite du « Sommet de la Terre » de Rio en 2012. Ces 17 objectifs, avec la proportion d'investisseur d'impact qui les utilisent sont présentée en annexe 10 : les objectifs les plus souvent visés par les investisseurs d'impact sont ainsi⁸⁷ :

- Travail décent et croissance économique (visé par 71% des répondants) ;
- Réduction de la pauvreté (62%) ;
- Santé et bien-être (59%) ;
- Réduction des inégalités (58%) ;
- Énergie abordable et renouvelable (57%) ;
- Inégalités de genre (56%) ;
- Villes et communautés soutenables (55%) ;
- Action pour le climat (54%)

Le Rapport de tendances de l'investissement d'impact canadien 2018, qui souligne la même tendance⁸⁸, note que si les ODD constituent un outil utile pour démocratiser l'investissement d'impact et faciliter sa mise en œuvre, ils ne sont souvent pas assez précis ni adaptés aux différents pays, ce qui ouvre la porte, là encore, à des pratique de « blanchiment d'impact », si aucune autre métrique n'est utilisée⁸⁹. Plusieurs investisseurs les utilisent d'ailleurs en combinaison avec d'autres métriques.

Comme cette stratégie de l'investissement d'impact est très spécifique, nous ne pouvons pas présenter tous ses aspects dans le cadre de notre texte, Nous renvoyons donc les lecteurs intéressés en annexe 12, pour plus d'informations sur les aspects suivants :

⁸⁶ Global Impact Investing Network, *op.cit.*, p. 46.

⁸⁷ Global Impact Investing Network, *ibid*, p. 45.

⁸⁸ AIR Canada, *Rapport de tendances de l'investissement d'impact canadien 2018*, 2018, p. 20-22.

⁸⁹ AIR Canada, *idem*.

1. Qui sont les investisseurs d'impact ?
2. Investissement d'impact et performance financière
3. Instruments financiers de l'investissement d'impact
4. Obligations vertes et obligations sociales

Nous avons donc dressé un panorama des principaux concepts et acteurs de l'investissement responsable, et surtout de ses différentes stratégies, que nous avons regroupées en quatre grands groupes pour pouvoir les analyser du point de vue éthique. Mais en quoi consiste l'éthique ? Que veut-on dire lorsque l'on parle d'éthique ? C'est la question à laquelle nous répondrons dans le deuxième chapitre de ce travail.

Chapitre 2

Qu'est-ce que l'éthique ?

1. Définition de l'éthique

Le terme *éthique* vient du grec *ethos* qui désigne les mœurs, les manières de vivre⁹⁰. Par extension l'éthique – synonyme ici de morale - désigne en un premier sens les coutumes, les traditions et les normes sociales en vigueur dans tel ou tel groupe humain. Au-delà d'approches seulement descriptives, l'éthique est également une partie de la philosophie, consistant à étudier les actions, les conduites humaines et les mœurs, de façon rationnelle⁹¹, éventuellement pour en tirer des recommandations sur les conduites à adopter ou à éviter. Ainsi, la réflexion éthique des philosophes de la tradition occidentale a pu porter sur les fins de l'existence humaine, sur les moyens de parvenir au bonheur ou de mener une vie « bonne » (typiquement les réflexions des philosophes de l'Antiquité, ou d'auteurs plus récents comme Spinoza) ou encore sur les moyens d'évaluer moralement les actions et les conduites humaine.

Plus récemment, depuis la seconde moitié du XX^{ème} siècle, la philosophie distingue généralement trois grands domaines de l'éthique : la méta-éthique, l'éthique normative et l'éthique appliquée, que nous allons rapidement présenter⁹².

La méta-éthique est la réflexion qui se fait au niveau le plus abstrait, et qui porte sur les fondements et la nature de l'éthique et des jugements éthiques. Ces réflexions peuvent renvoyer à des questions métaphysiques - débats sur l'objectivité de « devoirs » moraux et

⁹⁰ Élisabeth Clément, Chantal Demonque, Laurence Hanse-Love, Pierre Kahn, « Éthique » dans Laurence Hanse-Love (dir.), *La philosophie de A à Z* (2000), Paris, Hatier, 2000, p. 151.

⁹¹ Hervé Boillot, « Éthique » dans *Le petit Larousse de la philosophie*, Paris, Larousse, 2018, p. 712.

⁹² Nous nous inspirons de l'article « Ethics » de la *Routledge Encyclopedia of Philosophy*. Récupéré le 22 juillet 2020 de : <https://www.rep.routledge.com/articles/overview/ethics/v-1>

sur le relativisme - ou des questions psychologiques – débats sur l'égoïsme et l'altruisme, ou sur la place de la raison et de l'affectivité dans l'éthique⁹³.

L'éthique normative est l'éthique au sens des théories et des concepts éthiques qui peuvent être utilisés pour réfléchir aux actions et aux conduites humaines et éventuellement les évaluer, en termes de conduite « éthique » ou « non-éthique »⁹⁴. Il existe ainsi plusieurs grands types de théories éthiques permettant de réfléchir à ces questions. Les principales sont : les éthiques déontologiques, les éthiques conséquentialistes et l'éthique de vertu, à quoi l'on peut ajouter, plus récemment, l'éthique de la sollicitude ou du *care*.

Enfin, *l'éthique appliquée*, qui s'est beaucoup développée récemment, applique les outils fournis par l'éthique normative (et éventuellement la méta-éthique) à des domaines concrets de l'activité humaine, dans le but d'éclairer les choix éthiques qui se présentent aux individus, aux organisations et aux sociétés dans ces différents domaines⁹⁵. On parle ainsi d'éthique médicale, d'éthique environnementale, d'éthique animale, d'éthique de l'intelligence artificielle, de bioéthique, ou d'éthique des affaires. L'éthique appliquée est donc une discipline permettant de réfléchir aux enjeux de société qui se présentent dans différents domaines, qu'ils soient liés au progrès de la science et de la technique ou à d'autres aspects des pratiques humaines, comme l'économie ou la finance.

2. L'éthique appliquée à la finance socialement responsable

Ce travail adoptera ainsi une approche d'éthique appliquée à la finance socialement responsable, c'est-à-dire à l'investissement responsable. Nous analyserons les pratiques et surtout les stratégies d'investissement responsable, à la lumière des grands types de théories éthiques qui nous sont proposés par l'éthique normative.

⁹³ *Routledge Encyclopedia of Philosophy*, « Ethics », « Ethics and meta-ethics ». Récupéré le 22 juillet 2020 de : <https://www.rep.routledge.com/articles/overview/ethics/v-1/sections/ethics-and-meta-ethics>

⁹⁴ *Ibid.*, « Ethical concepts and ethical theories ». Récupéré le 22 juillet 2020 de : <https://www.rep.routledge.com/articles/overview/ethics/v-1/sections/ethical-concepts-and-ethical-theories>

⁹⁵ *Ibid.*, « Applied ethics ». Récupéré le 22 juillet 2020 à l'adresse : <https://www.rep.routledge.com/articles/overview/ethics/v-1/sections/applied-ethics>

De fait, certains auteurs ont déjà mis en lumière l'intérêt de l'utilisation des différentes approches ou théories éthiques afin d'analyser les décisions en investissement responsable du point de vue éthique. On note ainsi, dans la littérature sur l'ISR, plusieurs articles faisant référence à certaines de ces approches éthiques.

Un article de Dembinski, Bonvin, Dommen, et Monnet, paru en 2003, *The Ethical Foundations of Responsible Investment*⁹⁶, vise à établir les principes sous-jacents qui peuvent motiver ou justifier diverses formes d'investissement « responsable ». Les auteurs considèrent que l'investissement responsable commence lorsque l'individu considère que l'acte d'investir n'est pas neutre du point de vue éthique. Cela renvoie donc à des critères éthiques, qui ne sont pas nécessairement les mêmes pour tous⁹⁷.

Du point de vue du marketing des produits « éthiques » ou « responsables », les auteurs soulignent que chacune des préoccupations éthiques correspond à un segment du marché ou de la « clientèle » à laquelle ces produits d'investissement responsable aux différentes caractéristiques sont proposés⁹⁸. Les auteurs présentent ainsi quatre grands types de justifications ou d'approches éthiques pour un investissement « responsable »⁹⁹.

En 2008, dans l'article *Is responsible investing ethical ?*¹⁰⁰, Viviers, Bosch, Smit et Buijs présentent une typologie plus complète, incluant sept approches éthiques possibles, et qui reprend certaines catégories de l'article précédent et en ajoute d'autres.

Ces approches sont récapitulées dans le tableau de l'annexe 11.

Cette typologie en sept grandes approches éthiques, que peuvent adopter les bailleurs de fonds, a été reprise dans le livre de Lacroix et Marchildon, paru en 2013, *Quelle éthique pour la finance ?*¹⁰¹. Ils distinguent ainsi, suivant Viviers, Bosch, Smit et Buijs, les différentes éthiques que peuvent adopter des investisseurs socialement responsables :

⁹⁶ Paul H. Dembinski, Jean-Michel Bonvin, Edouard Dommen, Jean-Marie Monnet, « *The Ethical Foundations of Responsible Investment* », *Journal of Business Ethics*, vol. 48, 2003, p. 203-213.

⁹⁷ *Ibid.*, p. 206.

⁹⁸ *Idem.*

⁹⁹ *Idem.*

¹⁰⁰ S. Viviers, J.K. Bosch, E.v.d.M. Smit et A. Buijs, « *Is responsible investing ethical?* », *South African Journal of Business Management*, vol. 39, no 1, 2008, p. 15-25.

¹⁰¹ André Lacroix et Allison Marchildon, « *Quelle éthique pour la finance ?* », *Presses de l'Université du Québec*, 2013, p. 86-90.

égoïsme éthique, utilitarisme, déontologie, éthique de la sollicitude, éthique de la vertu, morale sociétale ou culturelle, et émotivisme¹⁰². S'ils soulignent l'intérêt de cette classification des motivations et préoccupations des bailleurs de fonds, ces auteurs reconnaissent « qu'elles ne sont pas toujours évidente à cerner et à révéler »¹⁰³. Ils optent plutôt, dans leur analyse éthique de l'ISR, pour une analyse « pragmatique » des pratiques de la finance socialement responsable, notamment à travers une analyse détaillée des valeurs, intérêts et contraintes des différents acteurs de ce domaine¹⁰⁴.

Leur analyse vise donc une certaine exhaustivité : « il s'agit de mettre en lumière de façon approfondie quel « type » de responsabilité chaque acteur tente d'assumer en pratiquant la FSR. »¹⁰⁵. Leur analyse porte en effet sur toute la diversité des acteurs de la FSR, puisqu'ils cherchent dans ce livre à donner une vue d'ensemble de tout ce secteur de la finance qu'est la FSR¹⁰⁶. Pour les besoins de cette analyse, ils classent ces acteurs en quatre grandes catégories : les bailleurs de fonds, l'industrie de la FSR, les utilisateurs finaux et les groupes d'influence¹⁰⁷.

Or, notre objectif dans ce travail n'est pas d'étudier tous les acteurs de l'IR, mais simplement de réfléchir, d'un point de vue normatif, au caractère plus au moins éthique des différentes pratiques et stratégies mises en place par l'industrie de la FSR - en particulier les fonds de placement et d'investissement - qui élaborent des produits destinés aux bailleurs de fonds (investisseurs individuels et institutionnels).

Notre analyse se limite donc aux exigences éthiques que peuvent, ou non, respecter les produits d'investissement responsables, en fonction des stratégies utilisées pour les élaborer.

Or, pour réaliser cette analyse, l'utilisation de certaines approches éthiques identifiées par Viviers, Bosch, Smit et Buijs nous semble intéressante. Il ne s'agit pas dans ce travail de cerner les motivations et valeurs des bailleurs de fonds de tous les acteurs de la FSR - comme le font Lacroix et Marchildon¹⁰⁸ - mais de nous concentrer sur les stratégies

¹⁰² Lacroix et Marchildon, *idem*.

¹⁰³ Lacroix et Marchildon, *ibid.*, p. 90.

¹⁰⁴ *Ibid.*, p. 91. Le chapitre 3 de l'ouvrage, « Les acteurs de la FSR » (p. 93 - 209), est consacré à une étude des différents acteurs de la finance socialement responsable, en adoptant cette approche « pragmatique ».

¹⁰⁵ Lacroix et Marchildon, *ibid.*, p. 91.

¹⁰⁶ Lacroix et Marchildon, *ibid.*, p. 93.

¹⁰⁷ Lacroix et Marchildon, *ibid.*, p. 94.

¹⁰⁸ Lacroix et Marchildon, *ibid.*, p. 93-209.

utilisées pour l'élaboration des produits l'investissement responsable, pour voir si ces stratégies peuvent répondre à différents types d'exigences éthiques, telles qu'elles sont formulées par les principales théories en éthique normative.

Or, pour cela, nous utiliserons seulement, parmi les sept approches éthiques présentées par ces auteurs, les trois types de théories qui semblent le plus souvent utilisées en éthique normative : les éthiques déontologiques, les éthiques conséquentialistes et l'éthique de la vertu¹⁰⁹. Mais pourquoi ne pas retenir toutes les approches éthiques identifiées par Viviers, Bosch, Smit et Buijs ?

Avant de présenter les trois approches éthiques de notre analyse, il nous paraît intéressant de présenter les quatre autres approches de l'article de Viviers, Bosch, Smit et Buijs¹¹⁰ et de justifier notre choix de ne pas les retenir.

Avant tout, l'éthique est définie par ces auteurs comme « un ensemble de principes moraux ou de valeurs qui conduisent l'action humaine »¹¹¹. Les auteurs précisent qu'une définition de l'éthique doit inclure la prise en compte de trois éléments : « soi-même », « les autres » et la notion de « bien »¹¹². Selon eux, en utilisant une telle définition, l'on peut montrer que l'investissement responsable reflète bien une prise de décision éthique de la part des investisseurs. En effet, même si les investisseurs responsables ne consentent généralement pas à sacrifier des rendements pour promouvoir les besoins des « autres », ils peuvent néanmoins prendre en considération les besoins d'une diversité d'« autres » :

« les consommateurs, en excluant des entreprises engagées dans des pratiques non-éthiques de prix ou de marketing ; les fournisseurs, en investissant dans des entreprises qui produisent localement ; les employés, en s'engageant avec des entreprises ayant peu de problèmes de santé ou de sécurité au travail ; les membres de la société, en investissant dans des entreprises qui créent des opportunités d'emploi ou développent les infrastructures sociales, ou en excluant les entreprises polluantes ; les animaux, en s'engageant avec les conseils d'administration des entreprises cosmétiques ou pharmaceutiques qui conduisent des tests sur les animaux »¹¹³.

¹⁰⁹ Voir la *Routledge Encyclopedia of Philosophy*, « Ethics », « Ethical concepts and ethical theories ». Récupéré le 22 juillet 2020 de : <https://www.rep.routledge.com/articles/overview/ethics/v-1/sections/ethical-concepts-and-ethical-theories>

¹¹⁰ Viviers, Bosch, Smit et Buijs, *op.cit.*

¹¹¹ Viviers, Bosch, Smit et Buijs, *ibid.*, p. 17. Traduction libre.

¹¹² Viviers, Bosch, Smit et Buijs, *ibid.* Les auteurs font référence pour cette idée à Rossouw, *Business ethics*, 3rd Edition, Cape Town, Oxford University Press, 2004, p. 3.

¹¹³ Viviers, Bosch, Smit et Buijs, *ibid.*, p. 17. Traduction libre.

La question qui se pose est alors celle de la prise de décision des investisseurs. Comment des investisseurs « éthiques », c'est-à-dire, selon la définition posée plus haut, ceux qui prennent en considération les autres, à côté de leur exigence de rendement, prennent-ils leurs décisions d'investissement ?

Cette prise de décision suppose la prise en compte d'une ou plusieurs conceptions ou approches éthiques : les auteurs énumèrent ainsi sept approches éthiques, permettant d'expliquer ces prises de décision : l'égoïsme éthique, l'utilitarisme, l'éthique déontologique, l'éthique du « *care* » (en français, éthique de la sollicitude), l'éthique de la vertu, l'approche conventionnelle et enfin l'émotivisme¹¹⁴.

Pourquoi ne pas retenir les approches émotiviste et conventionnelle ?

L'approche conventionnelle de l'éthique et l'émotivisme correspondent à des attitudes, des formes de pensée qui peuvent certes motiver des investisseurs, mais ne nous semblent pas des approches réflexives ou philosophiques de l'éthique, comme nous allons l'expliquer.

L'approche conventionnelle de l'éthique implique qu'un individu suive uniquement les normes, les conventions sociales en vigueur dans la société à laquelle il appartient pour prendre ses décisions¹¹⁵. Selon Viviers, Bosch, Smit et Buijs, le problème de cette conception réside dans le caractère conventionnel des normes sociales : « *Cela ouvre la porte au relativisme dans lequel le « bien » signifie « socialement approuvé » dans une société ou une culture donnée* »¹¹⁶. Or, soulignent ces auteurs, le fait de se fonder seulement sur les normes sociales en vigueur, comme si elles étaient légitimes, est dangereux, comme le montre l'exemple de la discrimination durant l'apartheid en Afrique

¹¹⁴ *Ibid.*, p. 20-22.

¹¹⁵ *Ibid.*, p. 22.

¹¹⁶ *Idem.* Les auteurs reprennent Carroll et Buchholtz (2000), *Business and Society: Ethics and Stakeholder management*. New York: South Western, p. 100.

du Sud¹¹⁷. Une telle approche permettrait cependant d'expliquer le fait que certains investisseurs suivent les « thèmes à la mode » dans le domaine de l'ISR¹¹⁸.

Cette critique par les auteurs de l'approche conventionnelle de l'éthique, nous semble plutôt convaincante. Suivre les normes en vigueur ou les thèmes à la mode à un moment et dans un endroit donné ne nous semble pas une approche éthique solide. Telle qu'elle est décrite, il s'agit plutôt d'une approche conformiste de l'éthique que d'une réflexion éthique. De fait, nous suivons ici les auteurs qui parlent des « dangers » de cette approche¹¹⁹, qui abandonne toute réflexion sur la validité ou non des normes en vigueur. Certes, notent les auteurs, cette approche peut être utile si l'on cherche à expliquer les choix d'investissement de certains investisseurs, mais elle est problématique si l'on veut en faire un guide pour des choix éthiques d'investissement.

Surtout, notre analyse ne vise pas à décrire les motivations des différents investisseurs, mais se veut plutôt une réflexion sur les stratégies les plus éthiques pour l'investissement responsable, et l'approche conventionnelle n'est pas en mesure de nous aider pour cela. En effet, ce n'est pas une approche réflexive de l'éthique, mais une approche plus spontanée, qui peut certes impliquer une composante éthique, mais seulement fondée sur les conventions sociales. Notre approche se veut au contraire une approche philosophique de l'éthique, ce qui signifie, a minima, une prise de distance par rapport aux préjugés et aux conventions sociales, pour les mettre en question, comme le fait la tradition philosophique occidentale depuis Socrate, considéré comme le premier qui a posé l'examen rationnel des croyances et des préjugés comme l'acte fondateur la réflexion philosophique. Voilà pourquoi le fait de poser, sans réflexion, une convention sociale comme légitime, ne nous paraît pas une approche intéressante pour notre analyse, inspirée par une réflexion éthique philosophique.

L'émotivisme est une approche qui accorde davantage de place aux émotions qu'à la réflexion. La prise de décision y est guidée par les émotions, les impressions ressenties

¹¹⁷ *Idem.* Notons que les auteurs écrivent dans le contexte de l'Afrique du Sud post apartheid.

¹¹⁸ *Idem.*

¹¹⁹ *Idem.*

par un individu à un moment donné. Comme les émotions varient d'une personne à une autre, l'éthique et la moralité se ramèneraient alors à une question de préférence individuelle : les critiques qui peuvent être adressées à cette approche se rapprochent donc de celles que l'on peut faire au relativisme culturel¹²⁰. Cette approche fait également écho à une façon de décrire l'investissement responsable comme « un investissement permettant de se sentir bien » (« *feel-good investing* »¹²¹). Mais, précisent Viviers, Bosch, Smit et Buijs, une telle vision ne paraît pas vraiment adaptée au domaine de l'investissement, où la prudence prime sur les émotions¹²². En effet, si l'on veut assurer un minimum de rendement, ce qui semble un présupposé de l'investissement responsable (sans quoi, on parlerait de don et non d'investissement), la prudence dans les choix d'investissement est essentielle. Les choix d'investissement doivent donc intégrer une analyse rationnelle, ce que ne fait justement pas l'approche émotiviste.

En bref, la critique que font les auteurs de cette approche, fondée sur son caractère « imprudent » et « irrationnel », nous semble également convaincante. Si cette approche est bien celle de certains investisseurs, et peut avoir une composante éthique, notre analyse vise à réfléchir aux stratégies qui seraient les plus « éthiques » en utilisant des approches théoriques de l'éthique, et non une approche spontanée seulement fondée sur les émotions. De fait, se fonder uniquement sur nos émotions pour réaliser des choix ne semble pas obéir une approche philosophique de l'éthique, qui doit inclure, à un moment donné, une réflexion rationnelle. Même les philosophies morales accordant une grande place aux émotions ne se contentent pas de dire qu'il faut « suivre nos émotions », elles impliquent un minimum de réflexion rationnelle. Or, l'approche par l'émotivisme, telle qu'elle est décrite par les auteurs, n'inclut aucune réflexion éthique de ce genre. Il s'agit simplement de suivre nos émotions, qui sont variables et contingentes. Cette approche spontanée et irréfléchie de l'éthique, permet sans doute d'expliquer les choix d'investissement d'un certain nombre de personnes, mais, de même que l'approche conventionnelle, elle ne nous

¹²⁰ *Idem*. Les auteurs citent S.B. Rae et K.L. Wrong, « Beyond integrity: A Judeo-Christian approach to business ethics ». Grand Rapids, Michigan : Harper Collins, 1999.

¹²¹ *Idem*. Les auteurs citent Middleton, « Feel-good investing? I'd rather make money », Mutual funds, et Barringer, « *Feel-good investing with profits, too* », New York Time, 17 mai. 2006, p. 2.

¹²² *Idem*.

paraît ni utile, ni légitime, pour mener une réflexion sur les stratégies d'investissement les plus éthiques.

Le manque de rationalité de cette vision « émotiviste » dans laquelle les impressions subjectives et les émotions décident des investissements, entre en contradiction à la fois avec les exigences financières de l'investissement responsable (assurer un minimum de rendement ou la conservation du capital) et avec les exigences de réflexion éthique que nous souhaitons avoir dans ce travail.

En conclusion, les approches émotiviste et conventionnelle de l'éthique, ne nous semblent pas des approches réflexives ou philosophiques de l'éthique, mais des approches plus spontanées, qui impliquent cependant une composante éthique, fondée soit sur les émotions, soit sur les conventions sociales. Au contraire, notre approche se veut une réflexion sur ce que sont les stratégies les plus éthiques pour l'investissement responsable, et ces approches ne nous paraissent pas en mesure de nous aider pour cela.

L'égoïsme éthique

Le terme « égoïsme éthique » (« *ethical egoism* ») il a été forgé par Henry Sidgwick dans un ouvrage de 1874, pour l'opposer à sa propre éthique utilitariste. On pourrait définir cette théorie de la manière suivante¹²³ : « *Ethical egoism claims that I morally ought to perform some action if and only if, and because, performing that action maximizes my self-interest* ». L'égoïsme éthique est donc une approche normative qui prétend que mon action est éthique si et seulement si elle est faite dans le but de maximiser mon intérêt personnel, et qu'elle conduit effectivement à réaliser cet objectif.

Selon Viviers, Bosch, Smit et Buijs, *l'égoïsme éthique* soutient que les investisseurs devraient privilégier le « soi » par rapport aux « autres ». Ces auteurs présentent cette approche, tout en s'y opposant, en suggérant qu'elle renvoie à une vision financière de l'investissement responsable, qui tend à négliger l'importance des considérations

¹²³ *Stanford Encyclopedia of Philosophy*, article « Egoism ». Consulté à l'adresse : <https://plato.stanford.edu/entries/egoism/#EthiEgoi>

éthiques¹²⁴. Cette insistance sur les bénéfices financiers de l'investissement responsable correspond selon eux à la vision proposée par les Principes pour l'investissement responsable¹²⁵. Néanmoins, on peut contester cette interprétation qui associe l'organisation des PRI avec l'*égoïsme éthique*, qui du point de vue politique, semble se rapprocher du courant du libéralisme, qui refuse les interventions des institutions gouvernementales dans l'économie. Or, les PRI sont une initiative institutionnelle, lancée par l'ONU, et qui vise bien à orienter l'économie vers plus de soutenabilité, et s'oppose donc au « laisser-faire ».

Surtout, l'approche de *l'égoïsme éthique*, ne nous semble pas pertinente pour une réflexion sur *l'éthique* de l'investissement responsable, car elle semble « éthique » en un sens purement formel et très faible. On peut en effet contester qu'une attitude de ce type soit vraiment une approche « éthique » sauf à adopter une définition très large de l'éthique. On pourrait souligner le fait que l'expression « égoïsme éthique » s'apparente fortement à un oxymore, car l'éthique semble bien toujours inclure une composante, même limitée, d'altruisme.

De fait, dans le domaine de l'éthique, l'idée que l'« égoïsme éthique » constitue une approche éthique à proprement parler est contestée¹²⁶. C'est en fait l'un des arguments avancés contre cette approche, si bien que certains philosophes préfèrent parler d'« égoïsme rationnel » (« *rational egoism* »). Celui-ci consisterait à poser que chacun devrait agir en maximisant son intérêt personnel, mais en posant cette exigence seulement comme une exigence normative, un « devoir-être » mais qui ne serait pas de nature proprement « éthique »¹²⁷.

Finalement, au-delà de ces débats en philosophie morale, notre travail s'inscrivant dans une approche éthique plus exigeante, qui peut impliquer la prise en compte des autres, donc une dimension minimale d'altruisme - ce que ne fait pas *l'égoïsme éthique*¹²⁸ - nous

¹²⁴ *Ibid.*, p. 23.

¹²⁵ *Ibid.*, p. 20.

¹²⁶ *Stanford Encyclopedia of Philosophy*, article « Egoism », section « Ethical egoism ». Consulté à l'adresse : <https://plato.stanford.edu/entries/egoism/#EthiEgoi>

¹²⁷ *Ibid.*, section « Rational Egoism ».

¹²⁸ *Routledge Encyclopedia of Philosophy*, « Egoism and Altruism », « Article Summary ». Consulté à l'adresse : <https://www.rep.routledge.com/articles/thematic/egoism-and-altruism/v-1>

ne retiendrons pas cette approche pour réfléchir au caractère éthique de l'investissement responsable.

L'éthique de la sollicitude

. *L'éthique de la sollicitude* (« *the ethics of care* ») a été introduite par Carol Gilligan en 1982¹²⁹. Celle-ci reproche aux autres grandes théories éthiques d'accorder trop de place à l'individu et à la pensée rationnelle. Elle critique ainsi l'approche « masculine » de l'éthique, supposant que la moralité est impartiale et que les intérêts de tous devraient être considérés également¹³⁰. Au contraire, l'éthique de la sollicitude prend en considération les relations spécifiques nouées entre les individus, et considère la prise de décision comme essentiellement *relationnelle*, et non individualiste¹³¹. Selon cette perspective, souvent associée au féminisme, l'existence du « soi » ou du « je » ne peut être séparée de ceux avec qui il est en relation. Ainsi « selon l'éthique du *care*, chaque individu a le devoir d'exercer une sollicitude particulière envers ceux avec qui il est en relation de proximité significative, en particulier dans les relations de dépendance »¹³².

Selon Viviers, Bosch, Smit et Buijs¹³³, les investisseurs responsables qui feraient leurs choix en s'inspirant de cette éthique, attacheraient de l'importance aux relations des entreprises avec les parties-prenantes. Cela signifierait utiliser des filtres positifs pour sélectionner les entreprises qui y accordent de l'importance, ou s'engager dans un dialogue avec les dirigeants d'une entreprise pour faire progresser des enjeux ESG, par des pratiques d'« engagement actionnarial ».

Mais alors que la théorie de Gilligan insiste sur les relations de soin et de dépendance entre les individus, il s'agirait d'appliquer cette théorie à des entreprises et à d'autres

¹²⁹ *Ibid.*, p. 21. On peut renvoyer à Carol Gilligan, « In a different voice: Psychological theory and women's development », Cambridge, *Harvard University Press*, 1982.

¹³⁰ *Idem.* Les auteurs citent G.P. Lantos « The ethicality of altruistic social corporate responsibility », *Journal of Consumer Marketing*, vol. 19, no 3, p. 205-230, 2002, p. 216.

¹³¹ *Idem.*

¹³² *Idem.*

¹³³ *Idem.*

entités avec lesquelles elle est en relation. Pourtant, une telle application, proposée par Viviers, Bosch, Smit et Buijs ne nous semble pas évidente. En effet, la description de l'éthique en termes de « soin » et de « sollicitude » nous semble difficilement applicable aux entreprises et au monde des affaires en général, dans lequel les relations humaines de « sollicitude » semblent en grande partie absentes ou, à tout le moins, fondée sur la visée de réaliser du profit. S'il s'agit par exemple de « prendre soin du client », pour qu'il se sente bien, cela a un intérêt du point de vue commercial, mais on voit mal en quoi cela renvoie à l'éthique.

En bref, si la théorie de la sollicitude nous semble originale et enrichissante pour la réflexion sur l'éthique, elle nous paraît difficile à appliquer dans le cadre de l'investissement, et semble plus utile pour des analyses éthiques portant sur d'autres domaines, par exemple l'éducation, la médecine et la santé, ou la famille.

C'est pourquoi nous avons fait le choix de ne pas procéder à une analyse complète des quatre stratégies identifiées à partir de l'éthique de la sollicitude : l'essentiel de ce qui pouvait être dit - concernant les relations entre l'entreprise et les parties-prenante - a déjà été dit, nous semble-t-il, par Viviers, Bosch, Smit et Buijs. Il est peut-être possible de réaliser une analyse plus poussée, mais comme nous venons de le préciser, le monde de l'investissement et des affaires nous semble difficile à analyser à partir des notions de « soin » et de « sollicitude » qui semblent souvent secondaire, même dans l'investissement responsable.

Utilitarisme et conséquentialisme

Enfin, concernant l'approche utilitariste présentée par Viviers, Bosch, Smit et Buijs¹³⁴, nous ne la reprenons pas telle quelle, mais, par souci de généralité, nous lui préférons la famille plus large à laquelle appartient : celle des théories conséquentialistes.

¹³⁴ *Idem.*

Cela nous semble en accord avec un grand nombre de travaux en éthique appliquée, dans lesquelles les trois théories utilisées sont le déontologisme, le conséquentialisme, et l'éthique de la vertu. Ces trois approches sont d'ailleurs les théories d'éthique normative qui semblent le plus souvent citées dans les ouvrages de référence lorsqu'il s'agit d'éthique normative¹³⁵.

En nous inspirant de Viviers, Bosch, Smit et Buijs¹³⁶ ainsi que de définition et d'éléments issues d'ouvrages de référence en philosophie et en éthique, nous présenterons donc successivement : les approches déontologiques, les approches conséquentialistes et l'éthique de la vertu, qui constitueront le cadre d'analyse de notre travail.

3. Les approches déontologiques

Le terme déontologie, du grec *deon-deontos* (ce qui doit être) et *logos* (discours rationnel sur un sujet) désigne l'ensemble des règles, des devoirs à respecter¹³⁷. À partir de là, ce mot a servi à désigner l'ensemble des règles et devoirs liées à une profession, comme la déontologie médicale.

Cependant, dans le domaine des théories éthiques, le déontologisme ou éthique déontologique désigne le courant des morales du devoir, représentées en premier lieu par le philosophe Emmanuel Kant. En ce sens, qui est celui que nous utiliserons ici, le déontologisme se définit comme une « conception morale selon laquelle il existe des jugements et des impératifs moraux objectivement valides sans considération de l'utile ou du bien »¹³⁸.

¹³⁵ On peut citer par exemple la *Routledge Encyclopedia of Philosophy*, article « *Ethics* », section « *Ethical concepts and ethical theories* ». Accédé le 22 juillet 2020 à l'adresse : <https://www.rep.routledge.com/articles/overview/ethics/v-1/sections/ethical-concepts-and-ethical-theories>

¹³⁶ *Idem*.

¹³⁷ *Encyclopédie philosophique, II, Les notions philosophiques*, T1, Presses universitaires de France, « déontologie », 1990, p. 596

¹³⁸ Christian Godin, « Déontologie » dans *Dictionnaire de philosophie*, Fayard, Éditions du temps, 2004, 1534 p.

C'est donc une morale du devoir : « les morales du devoir, inaugurées par Kant, sont des déontologismes. Le déontologisme s'oppose à l'utilitarisme et, d'une manière plus générale, au conséquentialisme »¹³⁹.

Les théories déontologiques considèrent donc que certains actes ont une valeur en eux-mêmes, sans égard à leurs conséquences éventuelles. Une action est jugée éthique, selon cette perspective, si elle respecte certains principes moraux (« ne pas mentir », « ne pas voler »), et cela quelles que soient les conséquences concrètes de cette action.

Dans la perspective déontologique, expliquent Viviers, Bosch, Smit et Buijs¹⁴⁰, le caractère éthique d'une action dépend du respect de principes moraux, d'obligations morales et non des conséquences attendues ou réelles de cette action. Par exemple, une éthique déontologiste pourrait dire que le mensonge est condamnable, peu importe la situation et la personne qui en bénéficie. En ce sens, Kant considère que, d'un point de vue moral, seuls importent les motifs de l'action, les principes moraux qui l'ont guidée. Les conséquences de nos actions, ou encore notre ressenti, nos sentiments par rapport à ces actions ne sont pas des critères pertinents pour juger de la moralité de celles-ci¹⁴¹.

Cette approche correspond, dans la présentation de Dembinski, Bonvin, Dommen et Monnet¹⁴² à « l'éthique fondée sur les valeurs ou les convictions » Elle consiste pour un investisseur à refuser de contribuer à des activités, des pratiques ou un système que celui-ci désapprouve. Cela peut signifier de refuser d'investir sur les marchés boursiers, de refuser certaines pratiques d'investissement, ou de simplement refuser de détenir des parts d'entreprises impliquées dans certaines activités¹⁴³.

Les auteurs notent que cette conception peut impliquer d'aller au-delà du paradigme financier du rendement ajusté au risque. Cette approche unilatérale, sans compromis, « vise la « paix de l'esprit » de l'investisseur, et n'est pas motivée par le fait

¹³⁹ *Idem.*

¹⁴⁰ Viviers, Bosch Smit et Buijs, *op.cit.*, p. 20.

¹⁴¹ *Idem.*

¹⁴² Dembinski, Bonvin, Dommen et Monnet, *op.cit.*, p. 206.

¹⁴³ *Idem.*

de chercher à avoir un impact sur l'entreprise. » et elle a « pour seul objectif la cohérence entre les convictions de l'individu et ses choix financiers »¹⁴⁴.

Cependant, il peut exister une multitude d'éthiques d'inspiration « déontologique », et la version de Kant, qui défend par exemple l'interdiction du mensonge comme une règle morale indiscutable n'est évidemment pas la seule.

Il est ainsi possible d'adopter une approche déontologique, sans s'accorder avec Kant sur le caractère du commandement moral « on ne doit pas mentir ». Une éthique déontologique pourrait prescrire par exemple, de ne jamais consommer tel ou tel produit : des produits animaux, de l'alcool, du cannabis, etc., ou de ne pas produire d'énergie nucléaire, ou encore de ne pas investir dans les combustibles fossiles.

Comme on le voit, cela laisse place à une grande diversité d'approches déontologiques, qui dépendent des valeurs des différents individus ou institutions. En bref, dans cette manière de penser l'éthique, une action est dite « éthique » si elle respecte strictement un principe ou un impératif éthique, peu importe les conséquences ultérieures, bonnes ou mauvaises, de cette action. Le plus important est de respecter ses propres principes moraux, considérés comme intangibles.

Cette approche éthique se rapproche de ce que Max Weber a qualifié, dans une conférence prononcée en 1919, éditée en français dans *Le savant le politique*, d'« éthique de la conviction »¹⁴⁵, centrée sur les convictions, les valeurs, les croyances personnelles des individus.

Weber utilise cette approche pour comprendre les dilemmes auxquels font face les hommes d'actions, en particulier les hommes politiques, mais on peut l'utiliser pour analyser les dilemmes moraux qui se posent à tous les individus, dans différentes sphères de leur comportement, y compris leur usage de l'argent.

¹⁴⁴ *Idem.*

¹⁴⁵ Max Weber, « Le savant et le politique », 1919, traduit en français par Julien Freund, éditions Plon, 1959.

Qu'est-ce que cela signifierait pour l'investissement responsable ?

Dès lors, l'approche déontologique, appliquée à l'investissement responsable, conduirait à privilégier le respect de certains impératifs moraux ou de certaines valeurs, dans les investissements réalisés. De ce point de vue, il serait possible d'établir une liste d'impératifs moraux, d'injonctions éthiques, que devraient respecter les entreprises aux conduites « acceptables » pour tel ou tel investisseur. Le non-respect de ces injonctions pourrait être à l'origine des exclusions des titres de ces entreprises. Il pourrait s'agir d'impératifs comme : « *ne pas fabriquer d'armes* », « *ne pas participer à l'extraction pétrolière* », « *ne pas pratiquer de tests sur les animaux* ».

Concrètement, un grand nombre d'investisseurs responsables suivent cette approche, même sans le savoir. C'est généralement le cas des investisseurs inspirés par des religions comme le christianisme, le judaïsme ou l'islam¹⁴⁶ : ils visent à respecter des principes moraux inspirés par leur religion dans leurs investissements. Les filtres d'exclusion religieux, parfois appelés filtres du « péché » en sont une bonne illustration.

4. Les approches éthiques conséquentialistes

Le *conséquentialisme* consiste à juger de la valeur morale d'un acte non pas en fonction des intentions ou des principes qui l'ont guidée, mais de ses *conséquences* ou de ses *résultats pratiques attendus ou prévisibles* : « *Consequentialism : the doctrine that the moral rightness of an act is determined solely by the goodness of the act's consequence. Prominent consequentialist include J. S. Mill, Moore and Sidgwick* »¹⁴⁷.

Ces théories s'opposent donc aux théories d'inspiration déontologiques, comme celle de Kant : « *Consequentialist theories are often contrasted with deontological ones, such as*

¹⁴⁶ Viviers, Bosch Smit et Buijs, *op.cit.*, p. 21.

¹⁴⁷ Gaut, Berys, « Consequentialism » dans Audi, Robert (dir.), *The Cambridge Dictionary of Philosophy*, 3e éd, Cambridge University Press, New York, 2015, p. 201-202.

Kant's which hold that the rightness of an act is determined at least in part by something other than the goodness of the act's consequences. »¹⁴⁸.

Différentes formes de conséquentialisme

Il existe différentes formes de conséquentialisme, que l'on pourrait classer en fonction du type de conséquences attendues ou prévisibles qui sert de critère d'évaluation de l'action. La forme la plus répandue en est l'utilitarisme, avec lequel il est souvent confondu, qui se caractérise par le fait qu'il considère, dans sa version classique, que la meilleure action est celle qui maximise la plaisir (ou le bonheur) et minimise la peine pour le plus grand nombre. Dans certaines théories conséquentialistes, ces conséquences seront donc plus psychologiques, : le « bien-être », le « bonheur » des individus, comme dans différentes versions de l'utilitarisme. Cependant, les autres approches conséquentialistes nous semblent plus intéressantes que l'utilitarisme dans ce cadre, étant donné la difficulté à évaluer le « bien-être » le « bonheur » ou le « plaisir » du plus grand nombre.

Ainsi, une éthique conséquentialiste centrée sur l'environnement pourra chercher à maximiser les conséquences positives des actions humaines sur la préservation de l'environnement et des écosystèmes. Des approches conséquentialistes en éthique environnementale, peuvent ainsi chercher à évaluer les actions humaines, individuelles et collectives à la lumière de leurs conséquences sur la planète.

Dans ces versions non-utilitaristes, les conséquences pourront être plus objectives, plus « matérielles » et donc plus facilement mesurables. Par exemple, une théorie conséquentialiste pourrait viser à maximiser l'égalité économique, l'égalité homme-femmes, ou la réduction des émissions de gaz à effet de serre.

L'approche conséquentialiste correspond à ce que Dembinski, Bonvin, Dommen et Monnet¹⁴⁹ nomment « l'éthique orientée vers l'impact ou les conséquences ». Les investisseurs inspirés par ce genre d'éthique visent à initier un changement dans l'attitude

¹⁴⁸ *Idem.*

¹⁴⁹ Dembinski, Bonvin, Dommen et Monnet, *op.cit.*, 2003, p. 203-213.

de l'entité concernée, en accord avec certaines valeurs morales¹⁵⁰. Ainsi, « l'investisseur responsable ne cherche pas à créer une valeur ajoutée pour lui-même, ni à améliorer la performance financière de la cible (l'entreprise par exemple), mais à faire en sorte qu'elle améliore son comportement, produisant ainsi une valeur ajoutée pour la société, contribuant au bien commun »¹⁵¹. Cette forme d'éthique vise donc à avoir un impact sur l'entreprise, si possible tangible.

L'article de Viviers, Bosch, Smit et Buijs¹⁵² présente quant à lui seulement une version du conséquentialisme, l'utilitarisme. Or, parmi les grandes théories éthiques, on oppose souvent le déontologisme au conséquentialisme¹⁵³, dont l'utilitarisme n'est qu'une version, même si c'est la plus souvent citée et la plus influente.

Nous réaliserons donc notre analyse à partir de l'approche plus générale du conséquentialisme, au sens large, sans nous limiter à la version utilitariste, qui définit, dans ses versions classiques, le bien par le « plaisir » ou le « bien-être » pour le plus grand nombre. Comme nous l'avons précisé, nous ne souhaitons pas nous limiter à ce type de définition, non seulement parce qu'il est difficile d'évaluer le « plaisir du plus grand nombre », mais aussi parce qu'on peut le faire plus facilement pour d'autres « conséquences », comme les émissions de CO₂.

Les « conséquences » prises en compte dans une théorie conséquentialiste peuvent être de natures très diverses. Une évaluation éthique de l'IR pourrait donc être réalisée du point de vue d'une théorie éthique conséquentialiste. Dans ce cas, les « conséquences » évaluées pourraient être les conséquences sociales ou environnementales des stratégies d'investissement, par exemple les émissions de gaz à effet de serre, les conséquences sur le changement climatique, l'accès à l'eau potable, les inégalités sociales ou le respect des droits de l'homme.

¹⁵⁰ *Ibid.*, p. 207.

¹⁵¹ *Idem.* Traduction libre.

¹⁵² Viviers, Bosch, Smit, et Buijs, *op.cit.*

¹⁵³ *Routledge Encyclopedia of Philosophy*, « Ethics », section *Ethical concepts and ethical theories*.

Accédé le 22 juillet 2020 à : <https://www.rep.routledge.com/articles/overview/ethics/v-1/sections/ethical-concepts-and-ethical-theories>

5. L'éthique de la vertu

L'éthique de la vertu ou éthique des vertus, dans sa forme moderne, s'est développée récemment¹⁵⁴, mais a des racines beaucoup plus anciennes, dans les éthiques des philosophes de la Grèce antique, surtout Aristote. Celui-ci affirme que l'être humain ne peut être heureux et se réaliser pleinement qu'en devenant une personne vertueuse, à travers l'exercice pratique de « vertus » (tempérance, justice, courage, et1c.), décrites en détails dans l'*Éthique à Nicomaque*¹⁵⁵.

Pour l'éthique de la vertu, ce qui importe n'est pas seulement d'accomplir des actions « justes » ou « bonnes », mais d'agir de façon vertueuse, juste, ce qui implique d'avoir formé son caractère pour devenir une personne qui a ces qualités¹⁵⁶. L'éthique de la vertu n'accorde donc pas seulement d'importance aux actions elles-mêmes (qui peuvent être accomplies pour toutes sortes de raisons), mais également aux intentions qui les guident, et à au fait d'être devenu un certain type de personne, une personne bienveillante, courageuse, juste et vertueuse.

Comme l'expliquent Viviers, Bosch, Smit, et Buijs¹⁵⁷, à la différence des éthiques conséquentialistes et du déontologiques, qui posent la question de la « bonne action à accomplir » dans les cas de dilemmes moraux, l'éthique de la vertu prétend que l'éthique s'étend bien au-delà de cette problématique du « bon choix ».

À l'image des éthiques philosophiques de la Grèce antique, elle est préoccupée par la manière d'acquérir des vertus telles que l'honnêteté, la tempérance, le courage,

¹⁵⁴ Notamment sous l'influence de l'article d'Elizabeth Anscombe, « *Modern Moral Philosophy* », *Philosophy*, vol. 33, no 124, 1958. Anscombe insiste sur l'idée que la moralité, dans le monde séculier où nous vivons, ne peut pas être pas fondée sur les notions de devoir et d'obligation (que l'on ne peut pas justifier, selon elle, sans faire appel à une loi divine), mais sur une théorie éthique d'inspiration aristotélicienne. *Routledge Encyclopedia of Philosophy*, « Anscombe, Gertrude Elizabeth Margaret (1919 - 2001) », « *Others Works* », consulté le 25 juillet 2020 à : <https://www.rep.routledge.com/articles/biographical/anscombe-gertrude-elizabeth-margaret-1919-2001/v-1/sections/other-works-3>

¹⁵⁵ Aristote, *Éthique à Nicomaque*, traduction française Jules Tricot, VRIN, 1990.

¹⁵⁶ *Routledge Encyclopedia of Philosophy* « *Virtue ethics* », « *Modern virtue theory* ». Consulté à : <https://www.rep.routledge.com/articles/thematic/virtue-ethics/v-1/sections/modern-virtue-theory>

¹⁵⁷ Nous nous inspirons de Viviers, Bosch, Smit, et Buijs, *op.cit.*, p. 21-23.

l'impartialité ou la bienveillance. L'éthique de la vertu accorde donc surtout de l'importance au fait de former son caractère, sa personnalité, pour devenir une personne « vertueuse », qui tendra nécessairement à faire les bons choix, à accomplir de bonnes actions, à agir de manière vertueuse.

6. Conclusion

Les grandes approches éthiques que nous avons présentées ne s'excluent pas nécessairement les unes les autres. Un investisseur pourrait très bien appliquer certains principes déontologiques minimaux, tout en privilégiant une approche conséquentialiste, centrée sur les impacts. C'est surtout dans les cas de dilemmes éthiques que des justifications opposées, venant d'approches éthiques différentes, peuvent se contredire. Dans notre réflexion sur l'éthique de l'investissement responsable, rien n'empêcherait donc, a priori un individu d'adopter des exigences appartenant à plusieurs approches, tant que celles-ci n'entrent pas en conflit les unes avec les autres.

Dans la réalité, lorsque nous prenons nos décisions, comme le précisent Dembinski, Bonvin, Dommen, et Monnet, il est rare de voir ces approches sous leur forme « pure », mais une telle typologie permet à chacun de clarifier et d'organiser ses motivations¹⁵⁸. Finalement, Viviers, Bosch, Smit et Buijs concluent en expliquant que « les investisseurs responsables pourraient gagner en sagacité sur les questions morales, s'ils comparaient leurs décisions avec les normes d'acceptabilité d'une ou de plusieurs des approches présentées »¹⁵⁹. Les auteurs récapitulent d'ailleurs les caractéristiques de ces approches éthiques dans un tableau, que nous présentons en annexe 11.

¹⁵⁸ Dembinski, Bonvin, Dommen, et Monnet, *op.cit.*, p. 209.

¹⁵⁹ *Ibid.*, p. 22. Traduction libre.

Chapitre 3

Les stratégies d'ISR peuvent-elles être éthiques ?

Les théories éthiques présentées dans le chapitre 2, peuvent être utilisées pour analyser des pratiques et des stratégies d'investissement responsable, ce qui permettra de répondre à notre question : « Dans quelle mesure les stratégies de l'ISR peuvent-elles être éthiques ? ». Nous proposons donc une évaluation éthique de l'investissement responsable et de ses stratégies, à partir des trois perspectives éthiques que sont l'approche déontologique, l'approche conséquentialiste, et l'approche de l'éthique des vertus.

1. Analyse déontologique

1.1. Stratégies de type A : exclusions et fonds thématiques

Ces stratégies traduisent le refus d'un individu ou d'une institution d'investir dans des entreprises, des projets, ou des secteurs entiers, qui mènent des activités qui entrent en contradiction avec ses principes éthiques déontologiques (cas des exclusions) ; ou bien, elles consistent à se concentrer sur des investissements susceptibles de promouvoir ces valeurs et principes (cas des fonds thématiques)

1.1.1. L'investissement sur les thématiques de soutenabilité

L'investissement thématique consiste à investir dans des secteurs centrés sur des thématiques environnementales ou de développement durable : les énergies renouvelables, la gestion de l'eau, la gestion des déchets, etc. Il existe aujourd'hui de nombreux fonds de ce type qui investissent uniquement dans des entreprises ou des projets

de ce secteur. C'est en quelque sorte, l'autre versant des exclusions : alors les exclusions filtrent les actifs ne correspondant pas aux valeurs des investisseurs, l'investissement thématique se concentre sur les investissements qui, en principe, font la promotion active de ces valeurs. Cette stratégie paraît directement inspirée d'un point de vue déontologique.

Concrètement, la principale difficulté dans la mise en œuvre d'une telle approche sera de vérifier que tous les actifs d'un fonds respectent bien les principes déontologiques mis de l'avant dans le fonds. Cela suppose de la part des gestionnaires d'actifs et des analystes ESG un travail de recherche sur les entités auxquelles sont adossés ces actifs et une vigilance concernant les pratiques d'éco-blanchiment qui peuvent advenir.

1.1.2. L'exclusion de certaines activités

Ce sont ces stratégies d'exclusion qui sont souvent associées, dans la littérature sur l'ISR, aux approches déontologiques, centrées sur le respect de principes déterminées. Cette présupposition se retrouve dans plusieurs articles, par exemple celui de Sandberg et Nilsson¹⁶⁰ qui identifie la « pureté » au respect de certains principes, se traduisant par ces stratégies de filtrage négatif.

Cette stratégie, qui trouve son origine dans les fonds d'inspiration religieuse, peut être mise en œuvre par les fonds éthiques centrés sur des valeurs spécifiques : pacifistes, environnementales, centrées sur les droits de l'homme ou les droits des animaux, etc.

Il semble aisé, grâce aux informations publiquement accessibles, ou à celles des agences de notations ESG, d'exclure des entités appartenant à tel ou tel domaine d'activité, une fois ces filtres choisis. Pourtant, le choix de ces filtres a été débattu dans la littérature sur l'ISR, de même que les problèmes posés par leur application concrète. Ce sont les deux

¹⁶⁰ Joakim Sandberg et Jonas Nilsson, « Do ethical investors want purity or effectiveness? An exploratory study on the ethical preferences of mutual fund investors », *Journal of Financial Services Marketing*, vol. 20, no 1, 2015, p. 34-45.

aspects que nous allons aborder maintenant, afin de nous aider à cerner les limites de cette stratégie, du point de vue déontologique.

1.1.3. La question du choix des filtres d'exclusion (ou de sélection par thème)

Le respect des valeurs des investisseurs est-il « éthique » ?

Le choix des filtres d'exclusion renvoie aux valeurs et aux principes des investisseurs, et peut donc impliquer des débats entre différentes éthiques déontologiques qui peuvent les guider. De fait, il existe un grand nombre de principes éthiques différents, parfois en opposition, dans nos sociétés pluralistes. C'est ce que Weber appelait « la guerre des dieux »¹⁶¹, le conflit de valeurs antagonistes. Il existe donc de nombreuses formes d'éthiques déontologiques, et différentes valeurs, différents principes éthiques peuvent donc être appliqués aux investissements. Ainsi, Sparkes¹⁶² souligne les problèmes posés par cette diversité de valeurs et d'opinions, notamment avec l'usage de l'expression « investissement éthique » pour qualifier ces investissements, réalisés en l'absence de code d'éthique commun dans les sociétés pluralistes¹⁶³. Par exemple, si un fonds ISR investit dans l'industrie pharmaceutique parce qu'elle bénéficie à l'humanité en sauvant des vies, un autre l'exclut à cause des tests sur les animaux¹⁶⁴. Allant dans le même sens, Entine¹⁶⁵, souligne également cette diversité de préférences et de valeurs dans l'investissement : « le tabou d'une personne est la vache sacrée d'une autre », par exemple dans le cas de l'avortement¹⁶⁶. On pourrait prendre des exemples similaires, avec d'autres filtres possibles sur des enjeux d'actualité, comme la recherche sur les cellules souches, la robotique ou l'intelligence artificielle. Mais est-il légitime de parler d'investissement « éthique » pour des investissements qui ne font que satisfaire les opinions ou valeurs des

¹⁶¹ Max Weber utilise pour la première fois cette expression dans la conférence « La Science comme vocation » (*Wissenschaft als Beruf*) de 1919, pour désigner les conflits de valeurs dans les sociétés modernes, pluralistes et laïques.

¹⁶² Russell Sparkes, « *Ethical Investment: whose ethics, which investment?* » *Business Ethics: a European Review*, vol. 10, no 3, 2001, p. 194-205.

¹⁶³ Sparkes, *ibid*, p. 198.

¹⁶⁴ Sparkes, *idem*.

¹⁶⁵ Jon Entine, « *The Myth of Social Investing* », *Organization & Environment*, vol. 16, no 3, 2003, p. 359.

¹⁶⁶ Entine, *idem*.

investisseurs ? Ne serait-il pas plus juste de parler d'« investissements reflétant les opinions des investisseurs »?¹⁶⁷. En effet, ceux-ci permettent seulement à différents individus ou institutions ayant des demandes spécifiques d'investir en accord avec leurs opinions et préférences individuelles. En fait, ce problème de la pluralité de valeurs et principes pouvant être mis derrière le terme « éthique » est analysé par Entine¹⁶⁸, qui met en évidence une tension entre deux approches, l'une plus « procédurale », centrée sur le client, l'autre sur une vision plus « substantielle » de l'éthique.

Une approche *procédurale* de l'ISR, centrée sur le client et ses exigences, exige seulement que l'investisseur croie qu'il agit de manière éthique¹⁶⁹. De ce point de vue, il n'y aurait pas de standards sur ce que serait un « monde meilleur », ou une entreprise plus « éthique » ou « responsable ». Il s'agirait pour l'ISR, de représenter les sentiments, les opinions et les valeurs des individus, comme le font certains fonds ISR aujourd'hui. En ce sens, l'investissement serait éthique simplement s'il respectait les valeurs des investisseurs. S'inscrivant dans ce type d'approche, Cowton remarque qu'élaborer des produits d'investissement éthique demande de déterminer ce qui est vu comme « éthique » par les investisseurs¹⁷⁰. De fait, plusieurs études se sont penchées sur ces préférences des investisseurs¹⁷¹.

D'un point de vue déontologique, cela équivaldrait à dire qu'une stratégie est éthique à la condition de respecter les valeurs, les principes éthiques des investisseurs, ce qui impliquerait, pour les gestionnaires, d'adopter une approche *procédurale* de l'ISR,

¹⁶⁷ D. Anderson (dir.), « The ethical investor: exploring dimensions of investment behaviour », *Journal of Economic Psychology*, vol 14, 1993, cité par Sparkes, *op.cit.*, p. 198.

¹⁶⁸ Entine, *op.cit.*, p. 357-358.

¹⁶⁹ Entine, *ibid.*, p. 357. Il cite C. Mackenzie, « Ethical investment and the challenge of corporate reform ». Thèse de doctorat, 1997, accessible à <http://staff.bath.ac.uk/hssal/crm/>.

¹⁷⁰ Christopher J. Cowton, « The development of ethical investment products' », dans A. R. Prindl, & B. Proshan (dir.), *ACT Guide to Ethical Conflicts in Finance*, Oxford, Blackwell Publishers, 1994, p. 213-232.

¹⁷¹ Christopher. J. Cowton (1989), « Ethical Information and the Demand for Information ». Templeton College Management Research Paper 89/11. Oxford: Templeton College, cité par Cowton, *op.cit.* Cette étude fait état des exclusions que les investisseurs jugeaient les plus importantes - les exclusions d'entreprises faisant des affaires en Afrique du Sud durant l'apartheid, puis celles réalisant des ventes militaires, de tabac, d'armes nucléaires et enfin les institutions financières.

De même, Sparkes, *op. cit.*, p. 198, cite Anand et Cowton, « The ethical investor: exploring dimensions of investment behavior », *Journal of Economic Psychology*, 1993 et Mackenzie et Lewis « Morals and markets ; the case of ethical investing », *Business Ethics Quarterly*, vol. 8, 1998.

centrée sur les préférences éthiques exprimées par leurs clients¹⁷². Un investissement serait « éthique » en respectant les valeurs du bailleur de fonds, que ce soient des valeurs écologiques, *vegans*, pacifistes, religieuses, etc. Il existe d'ailleurs déjà une diversité de fonds « éthiques » correspondant à différentes valeurs : fonds environnementaux, religieux, centrés sur l'agriculture biologique, etc. Sur différents sujets qui ne font pas consensus - la recherche sur les cellules souches, les tests sur les animaux, le nucléaire, le cannabis - il s'agirait simplement pour un fonds « éthique » de respecter certaines valeurs et croyances, pour être éthique, au moins en un sens minimal de « respect des valeurs de certains investisseurs ».

Mais une telle approche est-elle vraiment satisfaisante et surtout légitime du point de vue éthique ? On peut en douter, car dans ce cas, n'importe quel investissement pourrait être qualifié d'éthique ou de responsable, s'il respectait les valeurs de tel ou tel investisseur, et l'on tendrait vers une forme de relativisme éthique. Finalement, si la vision procédurale peut donner l'opportunité à certains investisseurs éthiques de mieux respecter leurs valeurs, elle tend à abandonner l'éthique au sens fort.

Justement, on peut lui opposer, une vision plus *substantielle* de l'éthique, qui assume que certains choix sont plus éthiques ou socialement responsables que d'autres¹⁷³. Cela signifie que certaines exigences éthiques (« respecter les droits humains », « respecter l'environnement ») peuvent faire consensus et ne dépendent pas des croyances individuelles. Une telle approche est exprimée dans plusieurs articles, qui analysent la question de l'éthique des fonds ISR à partir d'une telle vision substantielle.

Ainsi, Mark. S. Schwartz mène son analyse en optant pour une définition minimale de l'éthique, consistant à « ne pas faire de dommages à autrui », ce qui le conduit à justifier seulement les filtres du tabac et, dans une certaine mesure, de l'alcool¹⁷⁴. Plus récemment Benjamin Richardson¹⁷⁵ adopte une vision centrée sur l'éthique environnementale et la

¹⁷² Entine, *op.cit.*, p. 357-358.

¹⁷³ Entine, *ibid.*, p. 357, cite Mackenzie, *op.cit.*

¹⁷⁴ Ces enjeux sont soulignés par Mark S. Schwartz (2003) « The “Ethics” of Ethical Investing », *Journal of Business Ethics*, vol. 43, p. 195-213.

¹⁷⁵ Benjamin Richardson, « Keeping Ethical Investment Ethical: Regulatory Issues for Investing for Investing for Sustainability », *Journal of Business Ethics*, vol. 87, 2009, p. 555-572.

nécessité de préserver l'humanité, les autres espèces vivantes et la planète, et en conclut que les exigences éthiques doivent l'emporter sur les exigences financières.

Il serait donc intéressant de rechercher des principes déontologiques plus universels, capables de faire consensus. Ce n'est pas notre objet dans ce travail, il existe évidemment plusieurs pistes, plusieurs approches pour tenter de dégager des principes éthiques communs, au-delà des différences individuelles, culturelles, etc.

Quelques pistes pour des principes déontologiques universels

Si ce n'est pas le but de notre travail, nous pouvons cependant noter que plusieurs approches en éthique et en philosophie politique réfléchissent aux façons d'établir de tels principes universels. Par exemple, des principes déontologiques capables de créer un consensus entre les citoyens de société pluralistes, un peu à la manière de l'« éthique de la discussion » d'Habermas, inspirée par le pragmatisme, qui pose des principes d'une discussion libérée des enjeux de pouvoir et des intérêts particuliers, afin de formuler des principes déontologiques capables de guider nos choix de société. Ou encore des approches comme celle imaginée par John Rawls, qui place les individus dans une situation fictive de « voile d'ignorance », dans laquelle ils ignorent leur caractéristiques concrètes (âge, genre, niveau de richesse, origine) pour formuler des principes de justice capables d'inspirer des institutions concrètes, de façon juste et impartiale¹⁷⁶. Si ces théories en philosophie politique proposent des raisonnements abstraits, ils proposent au moins des directions pour voir comment formuler et viser des principes déontologiques universels.

Plus concrètement, des approches comme celles de l'éthique environnementale, visant la protection de la planète et la défense de l'environnement, nous semblent également susceptibles d'un consensus plus large, car elles touchent à la survie même de l'humanité, de nombreuses espèces animales et végétales, voire de la vie sur terre. En effet, les questions écologiques prennent de plus en plus d'importance et préoccupent un nombre

¹⁷⁶ John Rawls, *A Theory of Justice*, Harvard University Press, 1971, traduction française Catherine Audard, *Théorie de la justice*, Éditions du Seuil, 1987.

grandissant de citoyens, du fait du changement climatique, de la chute de la biodiversité et des menaces qui pèsent sur l'humanité, les écosystèmes et les espèces vivantes sur terre.

Les principes environnementaux sont un exemple de principe déontologiques susceptible de faire consensus, mais d'autres grands principes déontologiques pourraient également être mis de l'avant : par exemple, des principes exigeant de réduire les inégalités sociales ou la pauvreté. Finalement, au nom de valeurs sociales ou environnementales, certains auteurs critiquent l'absence de filtres d'exclusion plus exigeants dans les pratiques d'ISR.

L'absence de filtres importants

Certains auteurs critiquent l'ISR tel qu'il est pratiqué, en soulignant l'insuffisance des filtres négatifs appliqués le plus souvent. Cela autorise en effet, selon Markowitz, la présence dans les fonds d'ISR de nombreuses entreprises ayant des pratiques très problématiques¹⁷⁷. L'auteure cite en particulier les « pratiques d'influence » ou de *lobbying* des entreprises, c'est-à-dire l'ensemble des politiques menées par les entreprises pour influencer les gouvernements, les institutions internationales et les traités de libre-échange¹⁷⁸. Ces traités, négociés « entre des portes closes » dans l'intérêt de ces grandes entreprises, le sont sous l'influence de ces lobbies, au bénéfice des multinationales, et vont souvent contre l'intérêt des citoyens, puisqu'ils conduisent à la mise en concurrence de tous les travailleurs et donc souvent à des formes de précarisation¹⁷⁹, ainsi qu'à l'augmentation des émissions de gaz à effet de serre, par l'augmentation des échanges internationaux, notamment par les porte-conteneurs et le transport aérien. Les entreprises ayant ce genre de pratiques intense de lobbying devraient donc être exclues des fonds ISR, selon ces auteurs.

À cela, certains auteurs ajoutent les secteurs polluants et le secteur bancaire, qui, actuellement, finance massivement ces industries polluantes notamment les énergies

¹⁷⁷ Markowitz, *op.cit.*

¹⁷⁸ Markowitz, *op.cit.* Voir aussi Gaëtan Mortier, *Finance éthique, le grand malentendu*, FYP éditions, coll. Stimulo, 2013.

¹⁷⁹ Markowitz, *op.cit.*

fossiles¹⁸⁰. Notons que des filtres qui excluent le secteur des énergies fossiles existent déjà, mais ne représentent qu'une minorité des fonds d'ISR disponibles actuellement. Finalement, selon Markowitz¹⁸¹, les filtres utilisés manquent souvent les pires comportements des entreprises.

Mais au-delà des débats sur le choix des filtres obéissant et des principes déontologiques, une fois les filtres choisis, qu'en est-il de leur l'application concrète ? Comme le soulignent divers auteurs, l'application des filtres d'exclusion pose plusieurs problèmes.

1.1.4. Difficultés liées à l'application des filtres négatifs

L'oubli de la « chaîne d'approvisionnement »

Schepers et Sethi¹⁸² soulignent une inconsistance dans l'application des filtres : certains fonds excluent des entreprises produisant du tabac, mais pas les entreprises qui sont exclusivement engagées dans la promotion, le transport et la vente de ces produits. En effet, si l'on exclut une entreprise à cause des dommages sociaux qu'elle produit, pourquoi limiter l'application des filtres aux compagnies elles-mêmes, et ne pas l'appliquer à celles de la chaîne d'approvisionnement (*supply chain*) : les transporteurs, les détaillants qui les distribuent et celles qui les financent ?¹⁸³ De même, Schwartz¹⁸⁴ souligne que ces filtres peuvent être violés de manière indirecte, par d'autres entités avec lesquelles l'entreprise est en relation : un fournisseur, un utilisateur, un partenaire d'investissement, un créateur. On peut prendre des exemple comme celui d'un fournisseur de papier pour l'industrie du tabac ou d'une une firme qui vend des puces électroniques à un grossiste, qui les revend à un fabricant de missiles¹⁸⁵. Ces remarques posent la question de la portée des

¹⁸⁰ Bill McKibben, « *Money Is the Oxygen on Which the Fire of Global Warming Burns* », *The New Yorker*, section *Daily Comment*, 17 septembre 2019. Le rapport *Banking on Climate Change - Fossil Fuel Finance Report 2020*, est accessible, sur site web de l'organisation *Rainforest Action Network*. Accessible à : https://www.ran.org/wpcontent/uploads/2020/03/Banking_on_Climate_Change_2020_vF.pdf

¹⁸¹ Markowitz, *op.cit.*

¹⁸² Schepers et Sethi, *op.cit.*, p. 17.

¹⁸³ Schepers et Sethi, *ibid.*, p. 20.

¹⁸⁴ Mark S. Schwartz, « The "Ethics" of Ethical Investing », *Journal of Business Ethics*, vol. 43, p. 195-213, 2003, p. 209.

¹⁸⁵ Schwartz, *idem.*

exclusions et plus largement du domaine d'application des principes déontologiques choisis. Finalement, cela semble conduire à accepter l'idée qu'une application absolue des filtres s'avère plus compliquée qu'il n'y paraît. Certes, l'ajout de filtres « de second niveau » (filtrant les fournisseurs, détaillants ou transporteurs fortement impliqués dans l'activité) pourrait être une meilleure façon d'appliquer des principes déontologiques. Mais cela aurait aussi des limites, étant donnée l'intrication des diverses activités de production dans nos sociétés industrielles, comme le mettent en évidence les analyses du philosophe Günther Anders, sur lesquelles nous reviendrons plus loin¹⁸⁶.

Les institutions financières

Le cas des institutions financières, qui renvoie au cas précédent, est également problématique : qu'en est-il d'une banque qui prête de l'argent, ou lève des fonds, pour une entreprise du tabac ou d'un autre domaine controversé ciblé par une exclusion ? Pour être cohérent du point de vue éthique, les contributeurs comme les banques, ne devraient-ils pas eux aussi être filtrés, selon leurs investissements ?¹⁸⁷ Comme le note également Entine, les banques ne détaillent pas tous leurs investissements, ce qui en fait des cibles pour des filtres « simplistes »¹⁸⁸. Si elles passent à travers les filtres d'exclusion - ce qui est le cas en général - leurs portefeuilles d'investissement ne sont pas filtrés pour leurs implications dans le tabac ou la production d'armes. En clair, les prêts octroyés par des banques à diverses entreprises de secteurs controversés ne sont pas identifiés et elles ne sont pas filtrées pour cela¹⁸⁹. Cette critique peut être prolongée concernant le financement par les banques de l'industrie extractive¹⁹⁰. En effet, les financements massifs du secteur des énergies fossiles se poursuivent malgré l'accélération du réchauffement climatique, comme le notait récemment l'article *Money Is the Oxygen on Which the Fire of Global Warming Burns*¹⁹¹. Celui-ci renvoyait aux données de l'organisation environnementale

¹⁸⁶ Günther Anders, « Nous, fils d'Eichmann », 1988, traduit de l'allemand par Sabine Cornille et Philippe Ivernel, Paris, *Éditions Payot & Rivages*, 2003.

¹⁸⁷ Schwartz, *idem*.

¹⁸⁸ Entine, *op. cit.*, p. 356.

¹⁸⁹ Entine, *idem*.

¹⁹⁰ Mortier, *op.cit.*, p. 45.

¹⁹¹ McKibben, *op.cit.*

*Rainforest Action Network*¹⁹² et de son rapport annuel *Banking on Climate Change*¹⁹³, montrant le maintien voire l'augmentation, en 2019, des financements par les banques de cette industrie des énergies fossiles, malgré son impact sur le changement climatique.

Un évitement de la complexité des entreprises

Comme l'explique également Entine, de tels filtres constituent un évitement de la complexité des pratiques des entreprises¹⁹⁴ : « *La recherche sur la responsabilité sociale des entreprises ignore les aspects des activités des entreprises qui ne sont pas facilement mesurables et elle est biaisée concernant certaines industries, sur lesquelles elle a plus de données que sur d'autres* »¹⁹⁵. Ainsi, un grand nombre de grandes entreprises, sont organisées en différentes « couches » (franchises) et leurs structures sont complexes, comme dans le cas d'Enron¹⁹⁶. De fait, la structure des multinationales actuelles leur permet par exemple de limiter leur responsabilité juridique en cas de poursuites et d'optimiser leurs profits, adaptant leurs pratiques en fonction des différents pays, comme le montre l'exemple de Total¹⁹⁷. Le cas des « GAFAM » (Google, Amazon, Facebook, Apple, Microsoft) est également l'objet de l'actualité, notamment concernant des accusations d'évasion fiscale. Certains auteurs suggèrent que les pratiques d'évasion fiscale devraient être l'objet d'un filtre¹⁹⁸. En conclusion, note Entine, les « filtres de premier niveau » sont une caricature de la complexité des entreprises modernes¹⁹⁹.

Critique des limites en pourcentage

De plus, Schwartz²⁰⁰ note que plusieurs fonds éthiques ont placé des pourcentages limites pour certaines pratiques. Par exemple, pas plus de 20% des revenus d'une entreprise ne

¹⁹² Site web : <https://www.ran.org/>

¹⁹³ Rainforest Action Network, *Banking on Climate Change – Fossil Fuel Finance Report 2020*, *op.cit.*

¹⁹⁴ Entine, *idem.*

¹⁹⁵ Entine, *idem.*

¹⁹⁶ Entine, *idem.*

¹⁹⁷ Alain Deneault, *De quoi Total est-elle la somme ? Multinationales et perversion du droit*, Écosociété, 2017. Il explique justement comment la structure complexe des multinationales actuelles leur permet de profiter des différentes législations en s'y adaptant.

¹⁹⁸ Mortier, *op.cit.* L'auteur cible en particulier les banques.

¹⁹⁹ Entine, *op.cit.*, p. 357.

²⁰⁰ Schwartz, *op.cit.*, p. 209.

doivent provenir du tabac ; ou, pas plus de 10% ne doivent provenir des armes. De même, Entine²⁰¹ cite le Fonds mutuel de Washington, qui exclut les compagnies qui dérivent plus de 50% de leurs revenus de l'alcool ou du tabac. Pourquoi ces limites ? Quel est le sens de ces pourcentages arbitraires ? On ne sait pas, rien n'est avancé pour l'expliquer. De même, Schepers et Sethi²⁰² notent que même quand les chaînes d'approvisionnement sont prises en compte, le critère d'exclusion apparaît subjectif et ne semble pas appliqué de manière consistante. Par exemple, la firme d'investissement éthique KLD appliquait une limite de 15% maximum de revenu émanant d'une activité exclue (ex : le tabac) et Calvert une limite de seulement 4%, ce qui exclut beaucoup plus d'entreprises d'un secteur. Une limite plus haute de 15% autorise plus de flexibilité dans l'investissement, mais elle est moins cohérente du point de vue de l'ISR. Finalement, comme le souligne Schwartz, cette approche par les pourcentage pose problème d'un point de vue éthique : en effet, que dirait-on si un individu se comportait moralement la majorité du temps, mais trompait ses employés ou ses clients de temps en temps ? Les gens peuvent-ils être autorisés, pour être dit « éthiques », à se comporter de manière non-éthique 20% du temps ? Dans une optique de cohérence, les filtres devraient donc s'appliquer à la totalité des pratiques d'une entreprise, conclut-il.

1.1.5. Apports et limites du point de vue déontologique

En conclusion, les stratégies d'exclusions et de fonds thématiques semblent pouvoir répondre aux exigences de théories de type déontologique. Les exclusions permettent d'appliquer des principes du type « on ne doit pas investir dans telle ou telle activité », et les fonds thématiques des principes du type « on doit, du point de vue éthique, investir dans tel ou tel type d'activité ». Cependant, le choix des principes déontologiques eux-mêmes est sujet à débat, même si l'on pourrait espérer qu'un consensus de dégage, par exemple par des processus de délibération démocratique, suivant une « éthique de la

²⁰¹ Entine, *op.cit.*, p. 356.

²⁰² Schepers et Sethi, *op. cit.*, p. 17.

discussion » telle que celle prônée par Habermas²⁰³. Il s'agirait, dans telle une discussion exempte de domination et de comportements stratégiques entre les acteurs, de parvenir à des principes moraux obtenus de manière « dialogique » et susceptibles guider l'action collective. De tels principes seraient susceptibles de remplacer des impératifs moraux obtenus de façon « *monologique* » (à partir de la seule raison individuelle) comme chez Kant, par des impératifs moraux obtenus de façon *dialogique*, par la discussion et la délibération démocratique.

Au-delà des réflexions sur les principes déontologiques eux-mêmes, qui ne sont pas directement notre sujet, on constate cependant les limites suivantes dans l'*application* de cette stratégie concernant :

. Les filtres utilisés, qui semblent souvent trop peu exigeant d'un point de vue déontologique, principalement du fait de la priorité accordée aux exigences financières sur les exigences éthiques : selon plusieurs auteurs, ces filtres d'exclusions peu exigeants ne font que traduire la subordination de l'éthique à l'économie et au rendement²⁰⁴.

. L'utilisation des filtres « directs » qui négligent la prise en considération des autres entités en rapport avec l'entreprise exclue, au niveau de la chaîne d'approvisionnement, de la distribution, du marketing, ou du financement (secteur bancaire).

. La prise en compte du pourcentage du chiffre d'affaire de l'activité incriminée dans le chiffre d'affaire global de l'entreprise. Du point de vue déontologique, cela manque de cohérence. Si, par exemple, nos principes déontologiques nous commandent de ne pas

²⁰³ Jürgen Habermas, *Théorie de l'agir communicationnel*, 1981, traduction française Jean-Marc Ferry et Jean-Louis Schegel, Paris, Fayard, 1987.

²⁰⁴ Pour la critique des filtres utilisée, du fait de la recherche de profit et de croissance des entreprises, voir Markowitz, *op.cit.*, 2008. Concernant la critique plus large de la priorité accordée à l'économie sur l'éthique, on peut renvoyer à André Lacroix et Allison Marchildon, « Finance responsable : entre moralisation et réflexion éthique », dans Frank Coggins, Claudia Champagne et Lyne Latulippe, *Éléments de la finance durable : une perspective multidimensionnelle*, Éditions Yvon Blais, 2018, p. 669-694. Plusieurs articles vont dans ce sens, avec des angles d'approche différents. D'autres articles critiquent le virage de l'investissement responsable vers la gestion du risque, au détriment de l'éthique, comme Benjamin Richardson, « Keeping Ethical Investment Ethical: Regulatory Issues for Investing for Investing for Sustainability », *Journal of Business Ethics*, vol. 87, 2009, p. 555-572. Voir aussi Neil Eccles. « New Values in Responsible Investment », dans Wim Vandekerckhove, Jos Leys, Kristian Alm, Bert Scholtens, Silvana Signori, Henry Schafer (dir.), *Responsible Investment in time of Turmoil*, Issues in Business Ethics, vol. 31, Springer, 2011, p. 19-34.

investir dans le domaine de l'armement ou du pétrole, que dire d'un seuil de tolérance fixé à 5% pour une de ces activités, qui autorise alors un placement dans une entreprise qui ne réalise que 4,9% de son chiffre d'affaire dans l'un de ces deux domaines ? On voit donc que ces limites en pourcentage dans les filtres négatifs ne sont pas cohérentes avec une approche déontologique.

1.2. Stratégies de type B : filtrage positif ou selon des normes, intégration ESG, best-in-class

Ces stratégies consistent à sélectionner des actifs selon la manière dont les entités mènent leurs activités, en utilisant leurs performance ESG, ou le respect de certaines normes.

1.2.1. Critique de la sélection par comparaison

Dans un article critique, Linda Markowitz (2008)²⁰⁵ souligne que la « politique de la comparaison »²⁰⁶ consistant à sélectionner des entreprises, par secteur, parce qu'elles sont meilleures du point de vue social et environnemental que leurs concurrentes - ce qui est une forme « filtrage positif » - est très problématique, car les étalons utilisés prennent en compte les pires références. Elle cite le cas d'*Exxon*, à l'origine de dégâts environnementaux colossaux, avec l'*Exxon Valdez*²⁰⁷. L'auteure souligne que « quand de tels destructeurs de l'environnement ou du bien-être humain sont pris pour base de comparaison, beaucoup d'entreprises apparaissent comme des défenseurs de la responsabilité sociale »²⁰⁸. Elle poursuit : « Aussi longtemps qu'une échelle relative est utilisée, les entreprises qui se comportent de manière irresponsable ramènent la

²⁰⁵ Markowitz, *op.cit.*, 2008. Elle cite, p. 693, A. Hochschild, *The Second Shift*, Penguin, New York, 1990.

²⁰⁶ Markowitz, *ibid.*

²⁰⁷ Surtout la marée noire qui découla de l'échouage du pétrolier *Exxon Valdez* en 1989, en Alaska, qui déversa 40.000 tonnes de pétrole brut, pollua plus de 800 km de côtes et fut responsable de la mort de plus de 300.000 oiseaux. L'entreprise a été condamnée à une amende de 500 millions de dollars en 2008.

²⁰⁸ Markowitz, *op.cit.*, p. 693.

construction de la responsabilité sociale à son plus petit dénominateur commun, autorisant des entreprises « grises », à définir ce qui constitue la responsabilité sociale »²⁰⁹.

Or, cette dynamique tend à se maintenir, car la compétition globale exige de chaque compagnie qu'elle adopte des pratiques similaires à ses concurrentes du secteur pour survivre. Par exemple, si le salaire des employés de *Nike* est de 11 cents en Indonésie, *Asics* ne peut la concurrencer efficacement sans donner des salaires similaires : la question n'est donc plus « Comment Nike traite ses employés ? » elle devient : « Comment Nike traite ses employés par rapport aux autres entreprises du secteur? »²¹⁰.

Pour illustrer ce problème, l'auteure présente l'historique de responsabilité sociale de ces entreprises les plus présentes dans les fonds d'investissement responsables, qui sont souvent de grandes multinationales, ce qu'elle a nommé le *Big Ten* de l'investissement responsable (notamment Microsoft, IBM, Bank of America ou Johnson and Johnson). Elle souligne que du point de vue de leurs pratiques de responsabilité sociale, neuf des dix entreprises sont louées et condamnées dans les mêmes domaines, et sont donc loin d'être exemplaires²¹¹. Si *Bank of America* a réduit les émissions de gaz à effet de serre de ses installations, en même temps, elle a été placée en tête des « prêteurs aux entreprises faisant de l'exploration pour du pétrole brut »²¹². De même, *IBM* a mis en place des politiques de diversité et agi, dans le domaine de l'environnement, pour la sécurité des ordinateur usagés ; néanmoins, l'entreprise a été poursuivie pour des pratiques de discrimination dans son fonds de retraite ; de plus, des employés de San José l'ont accusée de les avoir exposés à des substances toxiques, et les citoyens d'une ville de l'état de New York l'ont poursuivie pour une pollution de leur approvisionnement en eau²¹³. Par ailleurs, quand les entreprises ne sont pas louées et condamnées dans le même domaine, elles sont louées dans un domaine et condamnées dans un autre²¹⁴. *Cisco* fait des dons en faveur de l'éducation, mais le salaire de son PDG de 1998 à 2001 dépasse de loin les

²⁰⁹ Markowitz, *idem*. Traduction libre.

²¹⁰ Markowitz, *ibid.*, p. 693.

²¹¹ Markowitz, *ibid.*, pp. 694-695.

²¹² Markowitz, *ibid.*, p. 695

²¹³ Markowitz, *ibid.*, p. 696.

²¹⁴ Markowitz, *ibid.*, p.697.

donations de l'entreprise pour cette période²¹⁵. *Microsoft* est loué pour ses donations pour l'éducation ou la recherche, mais, a été reconnue coupable de violations des lois anti-trust, qui lui ont permis d'amasser des bénéfices supérieurs à ces dons²¹⁶. *Proctor & Gamble* a fait des dons à la Banque alimentaire mondiale et à *Nature Conservancy*, mais elle a été qualifiée par *Multinational Monitor* de l'une des « dix pires entreprises » de 2002, pour avoir acheté du café aux agriculteurs africains en dessous d'un prix de subsistance.

En bref, conclut Markowitz, si l'on considère que la responsabilité sociale est un continuum, ces entreprises du *Big Ten*, favorites des fonds ISR aux États-Unis au moment de l'étude, se trouvent, au mieux, dans le milieu, au pire, en bas de ce continuum. Finalement, ces entreprises très présentes dans les fonds ISR ont des comportements éthiques problématiques, qui sont surtout l'effet de la recherche de rendements à court-terme, au détriment de la majorité des travailleurs et des citoyens²¹⁷.

1.2.2. Prolongement : critique de la notation ESG

Finalement la méthode de sélection par comparaison dénoncée par Markowitz, s'apparente aux différentes stratégies de type B que nous avons identifiées, fondées sur les pratiques ESG. Or, ces stratégies de sélection, effectuées aujourd'hui grâce aux notations ESG, conduisent à conserver dans les portefeuilles ISR des entreprises de secteurs controversés, comme le secteur pétrolier ou l'armement, parce qu'elles sont bien notées par les agences de notation sociale. Comme le suggèrent d'autres auteurs critiques de la notation ESG, comme Mortier, les notations trop généreuses des agences ESG peuvent conduire à des formes d'éco-blanchiment, et au fait que les fonds ISR ressemblent finalement beaucoup aux autres fonds²¹⁸.

²¹⁵ Markowitz, *idem*.

²¹⁶ Markowitz, *idem*.

²¹⁷ Markowitz, *ibid.*, p. 697.

²¹⁸ Mortier, *op.cit.*

On peut donc voir dans certaines méthodes de sélection ESG « un risque d'instrumentalisation de l'éthique « socialement responsable » »²¹⁹, puisque ces entreprises aux activités controversées sont évaluées par industrie - de façon seulement relative, et non absolue. L'acceptabilité sociale et environnementale de leur activité principale n'est donc pas évaluée, ce qui pose problème.

Ainsi, soulignent Lacroix et Marchildon²²⁰, la méthode dite de l'analyse multicritère, consistant à utiliser une combinaison de différents critères de sélection, généralement des critères ESG, est elle aussi soumise à un risque d'instrumentalisation. En effet, comme les entreprises ou les projets évalués le sont globalement, des pratiques problématiques du point de vue éthique peuvent être contrebalancées par des aspects plus positifs. L'évaluation globale intégrant une diversité de critères, les points noirs, par exemple sur l'impact environnemental, peuvent être mitigés par des points évalués positivement, par exemple sur des thématiques sociales ou de gouvernance. Les auteurs ne prennent pas cet exemple, mais c'est pour cette même raison – la multiplicité des critères ESG – que des entreprises très polluantes, comme certaines entreprises pétrolières, peuvent obtenir de bonnes notations ESG globales.

1.2.3. Apports et limites de ces stratégies du point de vue déontologique

En conclusion, ces stratégies de *filtrage positif*, *best in-class*, et apparentées, ne semblent pas satisfaisantes du point de vue déontologiques, simplement parce que les notations sont toujours relatives, et ne mettent pas en jeu de critère absolu.

Cela autorise, par exemple, le choix de la « meilleure » des compagnies polluantes d'un certain secteur, réalisé à partir de notations ESG qui sont souvent généreuses ou centrés uniquement sur la gestion du risque ESG. Or, de telles stratégies peuvent heurter des convictions déontologiques, voire nous semble-t-il, nuire à la crédibilité de l'investissement responsable. En effet, même les entreprises sélectionnées ont de

²¹⁹ André Lacroix et Allison Marchildon, « Finance responsable : entre moralisation et réflexion éthique », *op.cit.*, p. 678.

²²⁰ Lacroix et Marchildon, *ibid.*, p. 678.

meilleures pratiques ESG que leurs concurrentes, ou les améliorent en pratiquant l'engagement actionnarial, ces stratégies s'accordent mal avec des intuitions morales déontologiques favorables, par exemple, à l'écologie. Elles posent donc la question de l'éco-blanchiment ou du socio-blanchiment.

En fait, ces politiques de sélection sans exclusion par type d'activité permettent surtout de conserver une diversification des placements, en vue de maximiser les gains potentiels à long-terme, mais elle ne semblent obéir à aucun impératif éthique, à moins de mener des politiques d'engagement actionnarial, qui s'accommodent nécessairement des pratiques du secteur auquel appartient l'entreprise. Par exemple, le dialogue avec des entreprises du domaine des sables bitumineux, extrêmement polluant, ne risque pas de conduire à mettre fin à cette activité, mais, au mieux à limiter ses impacts négatifs. Cela n'est évidemment pas satisfaisant d'un point de vue déontologique.

Au nom de telles exigences, on peut ainsi considérer que cette stratégie est trop complaisante vis-à-vis des exigences financières. Un investisseur ayant une éthique déontologique respectant, par exemple, des valeurs écologiques, ne pourrait donc être cohérent qu'en excluant les investissements dans les secteurs les plus polluants. Cependant, le problème se pose de savoir jusqu'où peuvent s'étendre ces exclusions, sachant qu'un grand nombre de secteurs ont des activités polluantes (hydrocarbures, automobile, transport aérien, chimie, industrie pharmaceutique, agro-alimentaire, etc.).

1.3. L'engagement actionnarial (type C)

Cette stratégie, souvent menée en complément de stratégies de type B (selon les pratiques ESG) est généralement considérée comme relevant d'une recherche d'impacts concrets, parfois au détriment du respect de la pureté des principes déontologiques : c'est la manière de voir de nombreux auteurs, par exemple Sandberg et Nilsson, qui l'associent à « l'effectivité » (*effectiveness*) en opposition avec la « pureté » (*purity*) des principes²²¹.

²²¹ Sandberg et Nilsson, *op.cit.*

Il s'agit souvent de négocier avec des entreprises pour les amener à améliorer leurs pratiques ESG. Cette stratégie doit donc être rangée du côté des stratégies ayant un intérêt du point de vue conséquentialiste, comme nous le verrons. Refusant toute exclusion pour des raisons de principe, elle ne semble donc pas fondée sur une approche déontologique.

1.4. L'investissement d'impact (D)

L'investissement d'impact vise un impact social ou environnemental donné, il est donc clairement inspiré des théories conséquentialistes. Mais cela ne l'empêche pas d'être en accord avec certains principes déontologiques, par exemple l'exclusion de fait de certains secteurs, ceux dont l'impact social ou environnemental est clairement négatif. De fait, étant donné les thématiques de l'investissement d'impact, il semble difficile pour ce type d'investissement d'entrer en contradiction avec des principes déontologiques sociaux ou écologiques. La seule possibilité de violations de principes déontologiques environnementaux serait justement des investissements d'impacts ne respectant pas les grands principes de ce type d'investissement. On se trouverait alors dans des cas d'éco-blanchiment (par exemple dans des projets impliquant une déforestation massive pour construire un parc solaire ou éolien).

1.5. Conclusion

Les stratégies de type B (filtrages positifs selon des notations ESG) et C (engagement actionnarial) n'obéissent pas à des approches de type déontologiques, car elles ne réalisent que des évaluations relatives. Elles ne visent pas le respect de principes intangibles et sont plutôt des stratégies du compromis. Les stratégies de type D (investissement d'impact) n'entrent pas nécessairement en contradiction avec des approches déontologiques, mais obéissent nettement plus à des approches centrées sur les conséquences et les impacts. Finalement ce sont donc les stratégies de filtrage négatif et d'investissements thématiques (type A) qui apparaissent comme les meilleures stratégies pour appliquer des approches

de type déontologique en IR. Mais, comme nous l'avons précisé, cette application de principes déontologiques dans des exclusions pose toutefois des problèmes.

Quel champ d'application pour les filtres ?

Ces difficultés touchent d'abord le champ d'application de ces exclusions, c'est-à-dire la détermination des filtres qui doivent être appliquées. Par exemple, dans le cas de principes déontologiques centrés sur des valeurs environnementales, on peut imaginer des filtres portant sur les secteurs les plus polluants, comme celui des énergies fossiles.

Mais alors, qu'en est-il des grandes banques qui, pour la plupart, financent massivement cette industrie²²² ? Pour être cohérent, il faudrait que les fonds qui se prétendent « verts » excluent également ces institutions financières.

Mais le secteur de la chimie émet une pollution qui ne se limite pas aux émissions de GES, mais recouvre une série de polluants rejetés dans l'atmosphère et les cours d'eau. Cela a des conséquences sur la biodiversité, les écosystèmes et la santé humaine, comme le montre le cas des perturbateurs endocriniens, ou encore les milliers de morts causés chaque année par la pollution de l'air.

On pourrait poursuivre cette réflexion avec des secteurs comme l'industrie automobile ou le transport aérien, responsables d'une grande partie des émissions GES. Le secteur agro-alimentaire serait aussi concerné, du fait des transports de marchandises d'un bout à l'autre de la planète mais aussi des déchets qu'il produit, notamment le plastique. Nous pourrions rentrer dans les détails de chaque industrie, mais ce n'est pas le but de ce travail.

Simplement, nous voyons que dans le système de production qui est en place, il est difficile d'identifier des entreprises qui ne seraient pas, d'une manière ou d'une autre, polluantes.

²²² Rapport *Banking on Climate Change – Fossil Fuel Finance Report 2020*, *op.cit.*

Il est donc difficile pour des investisseurs, dans ce cadre, d'être parfaitement en accord avec une éthique déontologique « écologique » si elle se veut exigeante. Au mieux, il leur serait possible de respecter une éthique environnementale minimale, qui pourrait impliquer d'exclure des secteurs les plus polluants, comme ceux des énergies fossiles ou du transport aérien. Une telle réflexion demanderait bien sûr à être précisée à l'aide de données scientifiques sur les émissions de GES et la pollution générée par chaque secteur. Plusieurs outils existent déjà pour évaluer les émissions de GES des entreprises et certaines agences de notation ESG spécialisées proposent leurs évaluations. Des outils comme l'analyse du cycle de vie, qui analyse les produits et leur impact environnementale sur tout leur cycle de vie, pourraient également être utilisés.

Étant donné l'intrication des différentes activités dans notre système industriel, a fortiori dans une économie industrielle et mondialisée, il paraît presque impossible de trouver, parmi les grandes entreprises cotées en bourse, des entreprises réellement « propres ». Comme le soulignent divers auteurs cités (Entine, Schwartz, Scheper et Sethi), la chaîne d'approvisionnement est souvent si complexe que des filtres « directs » ont leurs limites. Si l'on exclut les entreprises d'armement, alors pourquoi ne pas exclure leurs fournisseurs et leur transporteurs ? La production de la plupart des produits impliquant une multitude d'entreprises, il est difficile d'évaluer dans quelle mesure une entreprise respecte tel ou tel principe éthique. Cette approche par les filtres a donc des limites, et les principes éthiques à respecter ne doivent pas être trop exigeants.

Justement, ces réflexions sur le niveau d'exigence des exclusions rejoignent des débats contemporains sur le désinvestissement des énergies fossiles notamment dans les universités et les fonds de retraite, comme nous l'expliquons dans l'annexe 13.

Finalement, au-delà du respect de principes éthiques auxquels ils croient, les individus prennent en considération dans leurs décisions, les conséquences attendues de leurs actions. De telles considérations renvoient aux approches « conséquentialistes » axées sur les conséquences de nos pratiques plus que sur la pureté de nos principes.

2. Analyse d'un point de vue conséquentialiste

Nous pouvons nous demander si les investissements responsables peuvent être « éthiques » dans le sens où ils auraient des conséquences positives du point de vue social et environnemental. Si l'on décide d'adopter une approche conséquentialiste, cherchant à maximiser les conséquences sociales et environnementales positives, et à minimiser les conséquences négatives, quelles sont les pratiques et les stratégies ISR les plus à même d'y parvenir ? C'est la question que nous examinerons dans cette section.

2.1. Stratégies de type A : exclusions et investissements thématiques

Les stratégies d'exclusion ou de filtrage négatif, qui s'apparentent au « désinvestissement » - lorsqu'il s'agit de se séparer d'investissements dans certains secteurs - sont souvent considérées comme les premiers instruments d'une stratégie déontologique. Mais ceux-ci ne pourraient-ils pas également avoir une influence sur les pratiques des entreprises, comme le laissent entendre les publicités pour certains fonds d'investissement « verts » ou « éthiques », avec des slogans du type « faire une différence », « rendre le monde meilleur » ou « prendre soin de la planète » ? En ce sens, les mouvements de désinvestissement des énergies fossiles qui se font jour dans les universités, ou certains fonds de pension collectif, pourraient-ils avoir un impact jusque dans les pratiques des entreprises, notamment dans la réduction des gaz à effet de serre ?

Dans cette sous-section, nous nous demanderons si ces stratégies d'exclusion, consistant à vendre des actions ou des obligations de certaines compagnies, ou de refuser d'en acquérir, pourrait avoir une quelconque influence sur les pratiques de celles-ci. Les arguments que nous allons examiner, concernant le refus d'investir dans certaines activités, pourront s'appliquer, à l'inverse, à la stratégie « en miroir » de l'exclusion, à savoir les investissements thématiques, consistant à se concentrer sur un type d'activité en particulier. En bref, les stratégies d'exclusion peuvent-elles avoir une influence sur le

comportement des entreprises, et donc, peuvent-elles être des instruments légitimes dans une stratégie conséquentialiste en investissement ?

2.1.1. *Marchés primaires et marchés secondaires*

Comme les stratégies de type A concernent pour l'essentiel les actions et les obligations cotées en bourse (voir le chapitre 1) sur les marchés secondaires, il importe ici de distinguer les marchés *primaires* et les marchés *secondaires*. Les marchés *primaires* servent à financer les entreprises, par l'émission d'actions, par lesquelles ces entreprises deviennent cotées en bourse. Une fois cette opération réalisée, les actions ou obligations sont cotés sur les marchés *secondaires*, les marchés boursiers accessibles au grand public, sur lesquels ces titres sont achetés ou vendus. Les achats et ventes de ces titres déterminent la valeur de l'action, mais elles ne contribuent plus directement au financement de l'entreprise. Acheter une action cotée en bourse, c'est donc comme acheter une voiture d'occasion : en l'achetant, on ne verse pas d'argent à la compagnie automobile qui l'a produite, mais à une personne ou une institution qui en était propriétaire. Certains professionnels de la finance parlent du « marché de l'occasion » pour les marchés secondaires.

Or, comme le remarquait déjà Irvine²²³, quand un investisseur achète des actions sur des marchés secondaires, il ne verse pas d'argent à l'entreprise cotée en bourse, mais à un autre investisseur qui lui vend ses parts : dès lors, comment le fait de vendre ou d'acheter des actions pourrait-il influencer le comportement de l'entreprise, puisque cela n'a aucune conséquence sur le financement de cette entreprise ?

Telle est ce qu'Irvine qualifiait de « *Old-Stock Objection* » : « Comme l'argent qu'il [l'investisseur] investit ne va pas à l'entreprise en question, on voit mal comment cet investissement pourrait affecter la manière qu'a l'entreprise de conduire ses affaires, et donc comment il pourrait permettre à quiconque, - à l'intérieur comme à l'extérieur de l'entreprise - de mal faire »²²⁴. Cet argument tend donc à montrer que le fait d'acheter ou

²²³ William. B. Irvine, « *The ethics of investing* », *Journal of Business Ethics*, vol. 3, no 6, 1987, p. 238.

²²⁴ Irvine, *idem*.

de vendre des actions sur les marchés secondaires (« *Old-Stocks* »), n'a aucune conséquence sur les pratiques des entreprises, bonnes ou mauvaises.

Irvine présente une réponse à cette objection : il est possible que le désinvestissement des actions d'une entreprise contribue, dans le futur, à gêner la capacité de l'entreprise à lever des capitaux via les marchés secondaires. En effet, suggère Irvine, la réputation de l'entreprise serait atteinte, et la réticence des investisseurs à acheter d'« anciennes » actions pourrait influencer les acheteurs potentiels de « nouvelles actions » émises, à ne pas le faire. On peut imaginer que ce serait à cause d'une baisse du cours de l'action, consécutive à des ventes significatives, entraînant une perte de confiance des investisseurs dans l'entreprise, et donc une difficulté à lever des capitaux sur les marchés primaires (par l'émission de nouvelles actions ou obligations).

Irvine note d'ailleurs que cette plus grande difficulté pour une entreprise à lever du capital concernerait non seulement les émissions de nouvelles actions, mais également la capacité à emprunter (par l'émission de nouvelles obligations) Les prêteurs éventuels seraient moins enclins à le faire, s'ils constataient cette « mauvaise santé » des titres de l'entreprise.

Si cette réponse est valable, il serait envisageable que des stratégies de désinvestissement puissent avoir une influence sur les entreprises, qui auraient alors plus de difficulté à se financer. Pourtant, si l'on accepte cette réponse, une deuxième objection se fait jour, qui a trait aux volumes mis en jeu dans de telles exclusions.

2.1.2. *Objection des volumes concernés et réponse*

Irvine présente une seconde objection à l'efficacité des exclusions, qualifiée de « *Small-Purchase Objection* »²²⁵. Celle-ci consiste à dire que les achats et les ventes des investisseurs moyens, ne représentent qu'une partie négligeable des transactions, et n'ont donc aucune influence réelle.

²²⁵ Irvine, *ibid.*, p. 239.

Il prend l'exemple suivant : si quelqu'un acquiert 100.000 parts de l'entreprise, sur un million d'actions disponibles, soit un dixième des actions, cela tend à faire augmenter le prix de l'action de manière significative. De manière indirecte, cela permet à l'entreprise, selon l'argument présenté plus haut, de conduire plus facilement ses affaires, car « si le prix de l'action augmente, la capacité de l'entreprise à lever de nouveaux capitaux augmente, en général, également »²²⁶. Mais que se passe-t-il si quelqu'un acquiert deux actions de cette entreprise ? Cela n'a aucun effet sur le prix de l'action, et n'affecte donc en rien la capacité de l'entreprise à mener ses affaires normalement et à lever de nouveaux capitaux. En conséquence, poursuit Irvine, le fait d'acheter seulement quelques actions d'une entreprise qui a des activités ou un comportement jugés condamnables, n'a aucune conséquence concrète, et ne facilite pas la poursuite de ses activités.

Si l'on suit cet argument, posséder quelques actions d'entreprises qui contredisent nos valeurs, ne faciliterait en rien les activités de cette entreprises et ne poserait donc pas de problème éthique, d'un point de vue conséquentialiste. Pourtant, cela choque les intuitions morales d'un individu de posséder des parts d'une société dont il condamne les pratiques. En fait, cette condamnation morale se fait d'un point de vue déontologique.

Mais cette argument est-il vraiment valable ? Si des investisseurs aux moyens limités n'ont pas de réelle influence sur l'entreprise, cela les exonère-t-il de toute responsabilité morale ?

Irvine y répond en raisonnant à partir d'un principe d'universalisation : « la vraie question, d'un point de vue moral, n'est pas de savoir si un achat affecte la capacité de l'entreprise à conduire ses affaires, mais de savoir si cet achat, s'il était imité par d'autres investisseurs, affecterait la capacité de l'entreprise à mener ses affaires. »²²⁷.

On parle en effet, en éthique de « principe d'universalisation ». Celui-ci consiste à universaliser une action, pour savoir si elle est éthique ou non. Irvine ne le précise pas, mais c'est généralement le philosophe Emmanuel Kant²²⁸ qui est mis en avant pour

²²⁶ Irvine, *idem*.

²²⁷ Irvine, *op.cit.*, p. 239.

²²⁸ La philosophie morale de Kant (1724-1804) est exposée principalement dans deux ouvrages : les *Fondements de la métaphysique des mœurs* (1785) et la *Critique de la raison pratique* (1788).

l'explication qu'il donne de ce principe : selon Kant, une règle d'action, une « maxime » n'est morale que si elle peut être « universalisée » pour tous les êtres rationnels. Par exemple, on peut selon lui considérer la règle « ne pas mentir » comme une règle morale, car si tous les être rationnel mentaient, cela détruirait le sens même de la vérité ou du mensonge. Kant applique cette règle au meurtre, au vol, et en déduit un certain nombre de principes, ce qu'il appelle la « loi morale », qui correspond plus ou moins aux « dix commandements ». Simplement, Kant prétend les découvrir non par la révélation, mais par la raison, plus précisément par ce principe d'universalisation. On peut formuler ce principe par ce que Kant nomme « l'impératif catégorique » : « agis de telle sorte que la maxime de ton action puisse être universalisée, pour tous les êtres rationnels »²²⁹.

Ce principe d'universalisation peut être utilisé, en éthique, comme un argument pour défendre la moralité ou non d'une action ou d'une pratique. Dans son article, Irvine note qu'il se rencontre dans un grand nombre de situations impliquant les êtres humains. Il prend l'exemple du gazon qui vient d'être semé : si je marche dessus, cela ne va pas l'empêcher de continuer à pousser. Par contre, si tout le monde m'imité, cela fera mourir les jeunes pousses et l'empêchera de pousser pour de bon. Selon lui, il en est de même pour l'investissement : même de petits achats de parts d'une entreprises aux activités que l'on condamne, posent un problème moral en vertu du principe d'universalisation : si tout le monde faisant de même, cela faciliterait les affaires de cette entreprise. Notons que le raisonnement d'Irvine s'applique pour les exclusions : si un grand nombre d'investisseurs vendaient leurs actions de certaines entreprises, cela impacterait cette entreprise, dans sa capacité à lever des capitaux.

2.1.3. Objection sur les « fondamentaux économique » et réponse

Pourtant, comme le note Dietsch²³⁰, il existe une troisième objection à l'idée que les exclusions puissent avoir un effet sur le comportement de l'entreprise. Cette objection,

²²⁹ Kant formule ce principe dans les *Fondements de la métaphysique des mœurs* (1785).

²³⁰ Dietsch, *op.cit.*, p. 8.

formulée par Sandberg²³¹, touche aux « fondamentaux économiques » et au « prix d'équilibre » des actions d'une entreprise.

En effet, explique Sandberg, selon la théorie financière, le « prix d'équilibre » d'une action, sur un marché boursier, est déterminé par ses « fondamentaux économiques », qui incluent la demande pour ses produits, mais également l'environnement réglementaire de l'entreprise (lois du travail, normes environnementales, etc.). Or, selon Sandberg, « ces fondamentaux ne vont probablement pas changer parce que des investisseurs éthiques ont décidé de boycotter les actions de l'entreprise »²³². Dans ce cas, si certains investisseurs éthiques excluent l'entreprise et vendent leurs actions, conduisant à une baisse momentanée du prix de l'action, l'action sera alors sous-évaluée, par rapport à ses fondamentaux économiques. Dans cette situation, d'autres investisseurs moins scrupuleux, qui n'ont pas ces considérations morales, vont profiter de l'aubaine et acquérir des actions à ce prix sous-évalué, réalisant ainsi un profit quand le prix rejoindra le prix correspondant aux fondamentaux économique, c'est-à-dire son prix d'équilibre²³³.

Comment répondre à cette objection ? Cherchant entre autres à défendre la légitimité du désinvestissement comme l'une des stratégies valable pour l'investissement responsable²³⁴, Dietsch répond à cette objection, en reprenant une argumentation dans la lignée de Miller²³⁵. Nous reprenons rapidement ici ses deux lignes de réponse :

Premièrement, on peut légitimement se demander si le prix les actions reflète effectivement les fondamentaux économiques de l'entreprise. Si c'était vraiment le cas, souligne l'auteur, il n'y aurait jamais de bulles spéculatives sur les marchés financiers. Les bulles se produisent lorsque la valeur boursière de certains actifs, par exemple des actions d'un domaine en particulier, est disproportionnellement élevée par rapport aux fondamentaux économiques.

²³¹ Joakim Sandberg, « What are Your Investments Doing Right Now ? », dans Wim Vandekerckhove, Jos Leys, Kristian Alm, Bert Scholtens, Silvana Signori et Henry Schäfer (dir.), *Responsible Investment in time of Turmoil, Issues in Business Ethics*, vol. 31, Springer, 2011, p. 170. Cité par Dietsch, *ibid.*, p. 8.

²³² Sandberg, *idem*, cité par Dietsch, *idem*.

²³³ Sandberg, *idem*, cité par Dietsch, *idem*.

²³⁴ Dietsch, *op. cit.*

²³⁵ A. J. Miller, *Socially Responsible Investing: How to Invest With Your Conscience*, New York, New York Institute of Finance, 1991, p. 34-35, cité par Dietsch, *op.cit.*, p. 9.

Pour prolonger ce point, remarquons, dans l'actualité, un deuxième argument qui pourrait s'y ajouter : plusieurs économistes et analystes financiers soulignent une déconnexion de plus en plus grande entre les « fondamentaux économiques » des entreprises et les valorisations des actions sur les marchés financiers, principalement du fait des interventions des banques centrales ces dernières années, consistant, par la création monétaire, à injecter de l'argent sur les marchés financiers (souvent en achetant des obligations), contribuant à une hausse artificielle de ces marchés et à une déconnexion entre fondamentaux économiques et cours des actifs. Très récemment, l'analyste en chef des investissements de *Bank of America*, Mickael Hartnett, note ainsi que les achats sur les marchés de la Réserve fédérale, et sa politique d'achat d'actifs peu après le début de la crise du Covid-19, ont certes réussi à enrayer la chute des marchés et à empêcher une crise financière, mais a en même temps créé de « faux-marchés », qui « ne sont plus reliés à aucune analyse fondamentale »²³⁶, c'est-à-dire aux fondamentaux économiques. Ces interventions de la FED ont en effet ramené les marchés financiers, en particulier aux États-Unis, à un niveau élevé, effaçant une grande partie des pertes qui avaient suivi le début de la crise sanitaire, alors que les fondamentaux de l'économie sont clairement mauvais (baisse de l'activité économique, hausse du chômage, etc.). Il y a ainsi, selon plusieurs analystes financiers, de fortes raisons de penser qu'avec ces interventions des banques centrales sur les marchés financiers, le prix des actions ne reflète plus que très partiellement les « fondamentaux économiques ».

Deuxièmement, précise l'auteur, on peut se demander si les fondamentaux économiques des entreprises sont complètement immunisés contre un désinvestissement qui atteindrait un certain seuil, et pourrait alors avoir des impacts de plusieurs façons. En effet, un désinvestissement qui deviendrait une pratique suffisamment large parmi la population, pourrait avoir des effets sur la consommation (renforcement des pratiques de boycott), et sur la régulation. Si les gouvernements ou les partis politiques, réalisent que suffisamment

²³⁶ Voir l'article de Victor Ferreira, « Central bank asset purchases creating 'fake markets', analyst warns », *Financial post*, section *Investing*, 25 mai 2020. Récupéré le 29 juin 2020 de : <https://business.financialpost.com/investing/central-bank-asset-purchases-creating-fake-markets-analyst-warns>. Voir également l'article Elliot Smith, « Central banks are creating 'fake markets,' Bank of America strategists say », *CNBC*, section *Markets*, 22 mai 2020, Récupéré le 29 juin 2020 de : <https://www.cnbc.com/2020/05/22/central-banks-are-creating-fake-markets-bank-of-america-strategists-say.html>

de citoyens – et donc d'électeurs potentiels - considèrent le désinvestissement de certains secteurs comme un enjeu réel, ils seront plus enclins à modifier les lois et les réglementation dans certains secteurs d'activité (par exemple les normes environnementales), ce qui pénalisera ces entreprises de ces secteurs.

Pour aller dans ce sens, Miller²³⁷, avançait l'idée que l'aspect le plus important du désinvestissement n'était pas nécessairement un impact éventuel sur la capacité des entreprise à lever du capital dans le futur, mais le fait d'être une sorte de signal, de déclencheur entraînant des modifications de comportement s'étendant aux autres investisseurs, aux consommateurs et aux gouvernements.

2.1.4. Importance de l'idée de « seuil »

On voit que l'idée de « seuil » est ici fondamentale. Comme le soulignent Irvine et d'autres auteurs, si l'ampleur des montants concernés par les exclusions reste modeste, l'impact risque d'être limité voire nul²³⁸. Seuls des mouvements massifs de capitaux, venant des grands investisseurs institutionnels (fonds de retraite, assureurs), ou d'une multitude d'investisseurs individuels, seraient en mesure, éventuellement, de pénaliser les entreprises touchées, en nuisant à leur réputation et en augmentant le coût du capital, et donc d'avoir un impact, en retour, sur leurs pratiques.

Enfin notons qu'un grand nombre d'entreprises, celle qui ne sont pas cotées en bourses (on parle de marchés « privés » accessible seulement à certains investisseurs, comme les fonds de pension), sont potentiellement moins concernées par le désinvestissement, car les investisseurs individuels, qui ne peuvent généralement pas y investir, ne peuvent donc pas avoir d'influence sur elles, si ce n'est à travers les fonds de retraites auxquels ils participent. Dans le domaine des énergies fossiles par exemple, un grand nombre d'entreprises ne sont pas cotées en bourse, elles sont sur des marchés « privés », ce qui limite les effets d'un désinvestissement par les particuliers, à moins que ce mouvement

²³⁷ Miller, *op.cit.*, p. 34-35, cité par Dietsch, *op.cit.*, p. 9.

²³⁸ Voir Schepers et Sethi, *op.cit.*, et Markowitz, *op.cit.*

de désinvestissement ne soit accompagné, par les investisseurs institutionnels présents sur ces marchés, par exemple la Caisse de dépôt et placement du Québec.

En bref, pour que le désinvestissement ait des impacts concrets, il faut qu'un certain nombre d'investisseurs y participent, d'une part pour espérer avoir une influence sur la capacité de l'entreprise à lever du capital - si la réponse à l'objection de Sandberg est correcte - et d'autre part pour avoir une influence plus large dans la société, en particulier sur les consommateurs et les gouvernements. Par conséquent, si cette argumentation est correcte, souligne Dietsch²³⁹, si le désinvestissement n'a pas d'impact aujourd'hui, il pourrait éventuellement en avoir un dans le futur, en participant au déclenchement d'un mouvement plus large incluant de nombreux investisseurs. On pourrait alors considérer le désinvestissement comme un « devoir dynamique »²⁴⁰

Finalement, dans ce débat sur les effets éventuels du désinvestissement et des exclusions, on pourrait conclure, en suivant Irvine et plus récemment Dietsch²⁴¹ que, même si cela reste hypothétique et soumis à différentes conditions empiriques à remplir – notamment le fait d'atteindre un certain seuil – il n'est pas impossible que cette stratégie ait un impact sur les pratiques des entreprises à l'avenir. Mais il est important de garder à l'esprit que cela reste très hypothétique.

2.1.5. Le problème du niveau d'exigence des critères d'exclusion

Malgré les aspects évoqués, et si l'on suppose qu'il est possible que ces stratégies aient un impact sur les entreprises en atteignant un certain seuil, une autre critique peut être formulée à leur endroit : elle concerne le niveau d'exigence éthique de ces fonds.

Comme le souligne Linda Markowitz²⁴², le niveau d'exigence éthique des fonds ISR semble assez faible. Son argument principal est que ces fonds, présentés comme très différents des fonds traditionnels, leur sont en fait très similaires, puisque que l'on y

²³⁹ Dietsch, *op.cit.*, p. 9.

²⁴⁰ En anglais « *dynamic duty* », Pablo Gilabert, « From Global Poverty to Global Equality: a Philosophical Exploration », 2012, p. 241-244, cité par Dietsch, *op.cit.*, p. 9.

²⁴¹ Dietsch, *op.cit.*, p. 9.

²⁴² Markowitz, *op.cit.*

retrouve souvent les mêmes entreprises. D'ailleurs, ils obtiennent d'aussi bonnes performances financières que les autres fonds non-ISR. On peut dès lors supposer que si les rendements de ces fonds sont proches, c'est simplement parce qu'ils sont constitués par les titres des mêmes grandes multinationales (Microsoft, IBM, Johnson & Johnson, etc.), mais avec une perte en diversification, comme le remarquaient Schepers et Sethi²⁴³.

L'étude de Markowitz portant sur les grands fonds ISR aux États-Unis a conclu qu'une dizaine d'entreprises se retrouvait, en 2008, presque systématiquement dans ces fonds, ce qu'il nomme le « *Big Ten* » de l'investissement responsable : AIG, Bank of America, Cisco, Citigroup, IBM, Intel, Johnson and Johnson, Microsoft, Pfizer, Procter and Gamble. Mais en quoi cela est-il problématique ?

En fait, si elles ont certaines pratiques reconnues comme « socialement responsables », elles en ont d'autres qui sont clairement condamnables d'un point de vue éthique²⁴⁴ : ainsi Microsoft, reconnue comme une des meilleures entreprises pour les conditions de travail, a été condamnée pour violation des lois anti-trust ; Johnson & Johnson a des politiques en faveur des femmes et des organisations environnementales, mais commerce avec la junte militaire birmane, est accusée de violer les lois anti-trust, de causer des problèmes environnementaux et d'avoir des pratiques marketing illégales²⁴⁵. Cette dualité, voire cette duplicité des grandes entreprises dans leurs pratiques, se retrouve dans toutes les entreprises du « *Big Ten* », comme le montre l'étude de Markowitz, qui détaille les scandales et controverses qu'ont connu chacune de ces entreprises.

Markowitz ajoute que ces entreprises pratiquent le « *corporate leveraging* », c'est -à-dire le lobbying afin de servir leur propres intérêts, souvent au détriment des populations, des considérations sociales et de l'environnement, par exemple en pratiquant le lobbying lors de la négociation d'accords de libre-échange à leur avantage. En effet, ces traités, s'il peuvent être profitables pour ces entreprises, ont plusieurs conséquences négatives sur l'environnement - en augmentant les transports de marchandise et donc les émissions de

²⁴³ Schepers et Sethi, *op.cit.*

²⁴⁴ Markowitz, *op.cit.*

²⁴⁵ Markowitz, *ibid.*

GES, et sur les conditions de travail des salariés – en les mettant en concurrence les uns avec les autres à une échelle plus large.

Par conséquent, si ces entreprises multinationales ne sont pas exclues des grands fonds éthiques, comment ces fonds peuvent-ils prétendre avoir une influence positive sur ces entreprises et modifier leurs pratiques ?

Cette argumentation l’amène à la conclusion suivante : des critères d’exclusion beaucoup plus sévères, qui excluraient les entreprises ayant recours à ces pratiques, ou ayant subi des controverses graves, devraient appliqués dans les fonds éthiques. Or, comme le montre l’étude de Markowitz, ce n’était pas le cas en 2008.

Que donnerait une étude similaire en 2020 ? Sans pouvoir nous lancer dans une telle étude, on peut au moins noter qu’aujourd’hui, les fonds les plus importants en termes de capitalisation conservent un grand nombre de ces multinationales, aux pratiques souvent problématiques du point de vue éthique. Microsoft est toujours très présent, et Google, Facebook, Amazon, et Apple, apparaissent maintenant, bien souvent, parmi les 10 investissements les plus importants de ces fonds : c’est le cas, par exemple, pour le *Calvert Social Index Fund* ou pour le *Domini impact Equity Fund* où l’on retrouve Apple, Google et Amazon, ainsi que Pepsi. Or, ce n’est pas sans poser problème, par exemple, concernant les conditions de travail dans certains pays de production pour Apple ou Amazon, ou concernant le respect de la vie privée pour Google ou Facebook (scandale de la surveillance des population il y a quelques années) ou encore, les problèmes d’évasion fiscale pratiquées par un grand nombre de ces entreprises à l’aide des paradis fiscaux. Dans le domaine de l’alimentation, l’on pourrait également citer Pepsi, étant donné les problèmes de santé publique posés par ses produits. À cela, il faut ajouter que les pratiques de lobbying n’ont pas disparu, bien au contraire.

Finalement, on constate que pour un grand nombre de fonds, les exclusions ne concernent qu’un nombre très limité de domaines ou d’entreprises : comme le suggère Markowitz, les « mailles » du filet de l’ISR semblent la plupart du temps relativement larges, car de nombreuses entreprises aux pratiques douteuses, parfois condamnées par la justice, passent à travers et se retrouvent dans des fonds désignés « ISR », car elles ont, en même

temps des pratiques de RSE qui leur permettent d'obtenir de bonnes notations ESG. Telle était également le sens de la critique des agences de notation par Mortier²⁴⁶.

Après toute son analyse, Markowitz note que le plus surprenant est que les fonds ISR prétendent que ces investissements puissent transformer les entreprises : non seulement les entreprises subissent une « attraction gravitationnelle » des profits à court-terme, mais surtout les entreprises ayant des pratiques contraires à des standards éthiques minimaux, sont largement présentes dans ces fonds ISR²⁴⁷.

En conclusion, si les exclusions nécessitent un certain « seuil » pour être en mesure d'avoir une influence potentielle, un deuxième problème devrait être surmonté par les fonds ISR qui choisissent ces stratégies : il devraient appliquer des critères d'exclusion plus exigeants que ceux existants actuellement pour que cela puisse avoir une quelconque influence sur les entreprises²⁴⁸.

2.1.6. Apports et limites de ces stratégies du point de vue conséquentialiste

Suite à cette discussion, on pourrait éventuellement justifier l'utilisation de ces stratégies dans un éventail de stratégies conséquentialistes, mais avec des réserves importantes, en gardant à l'esprit le caractère très hypothétique de ses impacts concrets.

Surtout, étant donné cette incertitude concernant ses impacts, il ne semble pas justifié, pour des institutions financières, de présenter des fonds ISR utilisant seulement cette stratégie de l'exclusion avec des slogans signifiant que l'investissement responsable va « faire une différence », « protéger la planète » ou « rendre le monde meilleur », ce qui est loin d'être démontré. De fait, cette stratégie du désinvestissement, tant que les montants concernés restent limités en importance, obéit plutôt à une éthique déontologique, visant au respect des valeurs des investisseurs.

²⁴⁶ Mortier, *op. cit.*

²⁴⁷ Markowitz, *op.cit.*, p. 697.

²⁴⁸ Markowitz, *op. cit.*

2.2. Les stratégies de type B, fondées sur la notation des pratiques ESG

Pour ces stratégies consistant à sélectionner des actifs sur la base de notations ESG ou du respect de certaines normes - intégration ESG, best-in-class, filtrage selon des normes – les actifs concernés sont essentiellement des actifs cotés sur les marchés boursiers secondaires. Concernant la réflexion sur leurs impacts, on peut mener des raisonnements similaires à ceux menés pour les exclusions et fonds thématiques (stratégies de type A). En effet, qu’il s’agisse d’exclure ou de sélectionner des secteurs entiers d’activité, ou de sélectionner ou d’exclure les entreprises selon leurs pratiques ESG individuelles, les conséquences sont les mêmes du point de vue des impacts (voir la discussion en 2.1.). Ceux-ci sont très hypothétiques et soumis à de multiples conditions, mais on peut considérer ces stratégies comme pouvant participer à un changement global de mentalités.

Critiques de la notation ESG

Cependant, comme le précisent les auteurs critiques des méthodes de « comparaison »²⁴⁹ et de la notation ESG²⁵⁰, ces méthodes conduisant à sélectionner ou exclure des actifs sur base individuelle, devraient sans doute être beaucoup plus exigeante qu’elles ne le sont actuellement. Comme le soulignent ces auteurs, les fonds ISR utilisent les données d’agences de notations souvent très clémentes même à des entreprises ayant subi des controverses graves. La principale raison en est que ces agences ne semblent pas focalisées sur les considérations éthiques, mais davantage sur les questions gestion du risque. Cette focalisation sur la gestion du risque ESG plutôt que sur l’éthique est accentuée, selon Mortier, par une concentration des acteurs de la notation ESG ces dernières années, au profit d’entités s’intéressant davantage à des considérations d’opportunités financières et de gestion du risque²⁵¹.

²⁴⁹ Markowitz, *op.cit.*

²⁵⁰ Mortier, *op.cit.*

²⁵¹ Mortier, *ibid.*, p. 50.

Pour prolonger ce qu'écrit Mortier, les agences actuelles visent davantage à trouver les critères ESG qui sont « matériels », c'est-à-dire significatifs du point de vue financier, sur le long-terme. Il est donc moins souvent question, aujourd'hui, de savoir dans quelle mesure une entreprise est « éthique », que de savoir dans quelle mesure elle gère adéquatement les risques ESG, par exemple ceux liés au changement climatique.

Justement, selon Mortier, le contenu des fonds ISR a pour principale origine les agences de notations sociales et environnementales²⁵². Leurs analyses se font essentiellement en termes de gestions des risques et d'opportunités liées à l'ESG, plutôt qu'en termes de questions éthiques. Selon lui, elles considèrent les enjeux sociaux et environnementaux simplement, comme des facteurs de risques et d'opportunités financières²⁵³. Concrètement, explique-t-il, dans le cas des réglementations sociales en matière de liberté syndicale ou de sécurité sociale, leur vision a profondément changé : pour les premières agences de notations le respect des réglementations sociales était vu comme un élément positif qui améliorerait la note. Les agences avaient le projet d'une transformation éthique de la finance au service d'un bien-être collectif²⁵⁴. Mais, plus récemment, l'approche de l'ISR orientée vers la gestion du risque, plus que vers l'éthique, a modifié cette approche :

Pour une grande agence, une réglementation sociale signifie un risque opérationnel lié aux grèves du personnel, l'augmentation du coût du travail, et un risque réglementaire lié aux procédures judiciaires (inspection du travail). Quand Ryanair décida de fermer une partie des opérations françaises pour limiter son exposition au risque de grève, les analystes des agences de notation ont ainsi considéré que la compagnie diminuait ainsi son risque social »²⁵⁵.

Les agences seraient donc complices d'une forme d'« éco-blanchiment »²⁵⁶, consistant pour les entreprises à « vendre » leur image : « Évoluant dans l'espace public, les entreprises vendent leur image auprès des consommateurs, des investisseurs ou des autorités gouvernementales. De cette manière, elles « blanchissent » leur image. [...],

²⁵² Mortier, *ibid.*, p. 46-47.

²⁵³ Mortier, *ibid.*, p. 54.

²⁵⁴ Mortier, *ibid.*, p. 55.

²⁵⁵ Mortier, *idem.*

²⁵⁶ Mortier, *ibid.*, p. 61.

Nike communique sur les valeurs du sport, de l'audace et du courage (« *Just Do It* »), et BP renomme son logo « *Beyond Petroleum* » (« au-delà du pétrole »). Mac Donald répond aux accusations sur la malbouffe en mettant en avant sa responsabilité pour l'emploi des jeunes étudiants ou la traçabilité de ses viandes »²⁵⁷.

L'auteur suggère que les agences de notation participent à ce « blanchissement » des entreprises auprès des investisseurs, en donnant de bonnes notes à ces entreprises, par exemple des entreprises polluantes ou nocives du point de vue de la santé publique. De même que les agences de notation financières avaient failli, avant la crise financière de 2008, en surévaluant des produits toxiques - les *subprimes* - la banque *Lehmann Brothers*, notée AAA quelques semaines avant sa faillite²⁵⁸, les agences de notation sociale peuvent être critiquées pour les mêmes raisons, leur complaisance et leur générosité. En effet, celles-ci utilisent les rapports de développement durable fournies par les entreprises, elles font donc implicitement confiance aux déclarations des entreprises sur leurs pratiques. Les entreprises peuvent fournir aux agences des données à leur avantage, et masquer ou minimiser leurs « points noirs », afin d'être bien notées. Les grandes entreprises tendent ainsi selon lui à rédiger des rapports de développement durable à leur avantage, les présentant sous leur meilleur jour, aux dépens d'une présentation objective. Finalement, au-delà des arguments concernant les marchés secondaires (2.), cette complaisance dans la notation ESG conduit à relativiser les effets positifs éventuels des stratégies de sélection fondées seulement sur cette notation.

Cependant, ces stratégies de sélection à partir des notations ESG peuvent être associées à une stratégie de dialogue avec les entreprises, l'engagement actionnarial.

2.3. L'engagement actionnarial (C)

L'engagement actionnarial consiste à utiliser les droits des actionnaires - droits de votes et dépôts de résolutions - afin d'influencer les pratiques des entreprises, ou, également, à

²⁵⁷ Mortier, *idem*.

²⁵⁸ Mortier, *ibid.*, p. 71.

utiliser ce statut d'actionnaire pour s'engager dans un dialogue avec les gestionnaires de l'entreprise, afin d'améliorer ses pratiques ESG. Cette pratique est souvent mise en œuvre par des organisations qui se chargent de coordonner les demandes de plusieurs investisseurs²⁵⁹.

De plus, l'engagement est souvent mis en œuvre en coordination avec des stratégies de filtrage positif et d'intégration ESG, comme le montre le schéma de l'annexe 9. On y voit également que ce sont les investisseurs institutionnels (directement ou par l'intermédiaire de leurs gestionnaires de fonds) qui déposent le plus de résolutions d'actionnaires. De plus, de grands investisseurs peuvent également faire peser sur les entreprises qui ne coopèrent pas la menace d'un désinvestissement. Mais quels peuvent être les impacts concrets de ce genre de pratique ?

L'un des exemples les plus intéressants est sans doute celui de la campagne pour l'abolition de l'apartheid en Afrique du Sud. Comme l'explique Laura Berry, cette campagne commença, du point de vue des investisseurs, avec l'*Episcopal Church of the USA* qui remplit en 1971 une résolution demandant à *General Motors* de se retirer d'Afrique du Sud tant que le régime de ségrégation raciale n'y serait pas aboli²⁶⁰. D'autres organisations se joignirent à cette demande et ainsi fut créé l'organisation qui devint l'*Interfaith Center for Corporate Responsibility* (ICCR). Cette campagne contre l'apartheid culmina à l'été 1986 quand une coalition conduite par l'ICCR et comprenant plusieurs investisseurs institutionnels déposa un total de 185 résolutions d'actionnaires portant sur l'apartheid. Le 20 octobre 1986, General Motors annonçait qu'il vendait tous ses investissements en Afrique du Sud, suivi quelques jours plus tard d'IBM. Il y eut un effet boule de neige et plus de 50 entreprises américaines se retirèrent en 1986²⁶¹. Il est vrai que ces actions *d'activisme actionnarial* étaient alors combinées avec des pratiques de désinvestissement et de boycott, et d'un mouvement plus général impliquant les citoyens. Ces pressions seules n'auraient sans doute pas suffi, et mais elles s'intégraient

²⁵⁹ C'est ce que fait par exemple l'ICCR (*Interfaith Center for Corporate Responsibility*) aux États-Unis. Voir Berry, *op.cit.*

²⁶⁰ Berry, *op.cit.*, p. 475-476.

²⁶¹ Berry, *op.cit.*, p. 476.

dans un mouvement plus large de protestation qui a été couronné de succès, grâce à la prise de conscience de l'opinion publique²⁶².

Plus récemment, selon Louche et Lydenberg, l'ICCR dépose environ trois-cents propositions de résolutions chaque année dans de grandes entreprises, adoptées et suivies d'effets dans environ un tiers des cas²⁶³. Celles-ci concernent des domaines comme l'égalité d'accès à l'emploi, les prix excessifs des médicaments, les dons électoraux, ou l'impact des industries extractives²⁶⁴. Cela a conduit à l'adoption de nombreuses résolutions à teneur sociale ou environnementale, y compris par de grandes entreprises²⁶⁵.

Mais quels peuvent être les impacts des stratégies d'engagement ? Au-delà d'évènements exceptionnels comme ceux liés à la lutte contre l'apartheid, on constate des avancées dans des domaines comme les conditions de travail, les pratiques environnementales, la limitation des salaires des dirigeants, ou la participation à des mouvements de protestation contre des régimes répressifs.

D'un autre côté, pourtant, ces pratiques d'engagement ont des effets souvent limités : elles ne semblent pas avoir réduit significativement l'écart entre les plus hauts et les plus bas salaires au sein des entreprises ces dernières années. Dans le domaine environnemental, l'engagement actionnarial n'a pas permis d'empêcher les grands projets d'extractions minières et pétrolières. Il peut éventuellement conduire à limiter légèrement les dégâts environnementaux, mais des projets en eux-mêmes catastrophiques pour l'environnement, les milieux naturels et les populations locales, seront tout de même financés (mines, pipelines, sables bitumineux). Par exemple, dans des projets de gazoducs ou d'oléoducs traversant des zones protégées ou des terres autochtones, des processus d'engagements pourront sans doute limiter les dégâts humains et environnementaux de tels projets, mais n'empêcheront probablement pas leur réalisation. Cette stratégie ne semble donc pas en mesure d'avoir un impact à la hauteur des enjeux sur les grands

²⁶² Markowitz, *op.cit.*

²⁶³ Céline Louche et Stephen Lydenberg, « Investissement socialement responsable : différences entre Europe et États-Unis », *Revue d'économie financière*, 2006, no 85 p. 81-105.

²⁶⁴ En 2012, les 300 membres de l'ICCR représentant plus de 100 milliards d'actifs sous gestion. Ces investisseurs sont des communautés religieuses et congrégations dans le monde entier, des sociétés de gestion, des syndicats ou des fonds de pension. Voir Berry, *op.cit.*, p. 475-476.

²⁶⁵ Berry, *op.cit.*, Louche et Lydenberg, *op.cit.*, p. 84.

problèmes sociaux et environnementaux qui se présentent aujourd’hui, comme la hausse des inégalités, ou l’augmentation des émissions de GES.

Finalement, comme le suggère Markowitz, la recherche de profit des entreprises, semble inconciliable avec plusieurs objectifs sociaux et environnementaux. De fait, la recherche de la rentabilité maximale comme objectif premier, afin de satisfaire les actionnaires, est en elle-même source de précarisation des travailleurs et de dégâts environnementaux²⁶⁶. Par conséquent, les pratiques de dialogue avec les entreprises peuvent éventuellement permettre d’améliorer certaines pratiques sociales ou environnementales, mais ces progrès ont des limites, du fait que les entreprises sont à but lucratif.

Apports et limites du point de vue conséquentialiste

Ces pratiques d’engagement peuvent parvenir à des impacts positifs réels, mais limités. Paradoxalement, dans le cas des impacts environnementaux, ceux-ci peuvent être positifs, tout en maintenant des valeurs polluantes dans le portefeuille, si l’on s’assure que l’entreprise met en place des pratiques pour limiter les impacts environnementaux ou qu’elle opère peu à peu une transition vers les énergies renouvelables ou des pratiques « bas-carbone ». Les sociétés de gestion qui incluent dans leur portefeuille des entreprises controversées, du fait de leur historique de responsabilité sociale, peuvent arguer de leur dialogue avec celle-ci, visant à améliorer leurs pratiques, pour dire qu’ils contribuent à limiter leurs dommages environnementaux et sociaux. Pourtant, du point de vue d’une éthique déontologique, cette argumentation peut choquer et susciter la désapprobation, (chapitre 3, section 1.3.).

En conclusion, il nous semble que cette stratégie, a qui a de réels impacts, mais souvent assez limités et représente une stratégie des « petits pas », n’est pas, en l’état actuel, à la hauteur des enjeux sociaux (pauvreté, inégalités économiques) et environnementaux (réchauffement climatique, chute de la biodiversité, pollution) qui se posent actuellement dans nos sociétés. De plus, elle s’accorde mal avec des principes éthiques déontologiques forts dans le choix des investissements. L’engagement peut ainsi conduire à dialoguer

²⁶⁶ Markowitz, *op.cit.*

avec des entreprises ayant les pires historiques sociaux et environnementaux. De ce point de vue, même si c'est pour limiter leurs dommages à l'avenir, cela paraît nettement insuffisant au regard des ambitions affichées de l'investissement responsable.

2.4. Investissement d'impact et investissement communautaire

L'investissement d'impact, tel qu'il a été présenté dans le chapitre 1 (3.4), par ses objectifs en termes d'impacts sociaux et environnementaux, semble d'emblée la stratégie susceptible de réaliser les objectifs d'une approche conséquentialiste en IR. Cependant, il importe de bien distinguer plusieurs formes d'investissement d'impact. Plusieurs possibilités se présentent : prêts pour financer des projets sociaux ou environnementaux, comme le fait l'investissement communautaire ou financement d'entreprises non cotés en bourse - comme des entreprises sociales.

Il faut aussi distinguer, entre ces investissements, selon les rendements espérés. Certains investissements d'impact, plutôt réalisés par les grands investisseurs qui priorisent le rendement, tendent à financer des projets avec une rentabilité proche de celle du marché, et à être moins focalisés sur l'impact.

Au contraire, les projets moins focalisés sur le rendement, qui se rapprochent de l'investissement communautaire, sont plus préoccupés par les impacts sociaux et environnementaux, et tendent à être davantage réalisés par des organismes à but non-lucratif ou des fondations. Il s'agit simplement de conserver le capital investi, et non de réaliser des gains financiers. Pour conclure sur l'investissement d'impact du point de vue conséquentialiste, nous ferons quatre remarques :

Premièrement, l'utilisation du terme « impact » ne garantit pas nécessairement la qualité du projet : l'investissement d'impact n'est pas à l'abri du « blanchiment d'impact », en particulier si l'on considère la présence significative dans certains fonds d'impact

d'entreprises cotées en bourse²⁶⁷ ; de même, les « obligations vertes » souvent incluse dans l'investissement d'impact, ne sont pas à l'abri de l'éco-blanchiment.

Deuxièmement, l'impact concret peut dépendre du rendement espéré : les projets les plus exigeants du point de vue de l'impact social ou environnemental, sont souvent ceux qui rapportent le moins financièrement, donc ceux pour lesquels les investisseurs sont moins intéressés par le rendement. Ces investissements sont le plus souvent financés par les fondations ou les organismes à but non-lucratifs, et éventuellement par les investisseurs individuels prêts à recevoir moins des rendement et à investir dans des banques « éthiques », pour financer des projets sociaux concrets à l'échelle locale²⁶⁸.

Troisièmement, si certains de ces projets peuvent participer à la réduction de la pollution ou à la lutte contre la pauvreté, elles ne permettront pas, à moins de changer d'échelle, de modifier en profondeur notre système social et économique, centré sur la recherche de croissance économique et sur les entreprises à but lucratifs.

Quatrièmement, de telles stratégies, pour réaliser leurs objectifs, comme la limitation des émissions de gaz à effet de serre, ou la réduction de la précarité, devraient être appliquées de façon beaucoup plus large. On constate qu'il reste encore du chemin à faire pour cela. En effet, ces stratégies d'investissement communautaire et d'impact, qui sont sans doute les plus intéressantes pour l'ISR du point de vue conséquentialiste, sont celles où les montants investis sont de loin les plus faibles²⁶⁹.

2.5. Conclusion

. Les stratégies d'exclusion par secteurs et d'investissement thématique (type A) ont un impact très incertain et hypothétique. Néanmoins, elles présentent un intérêt, si on considère qu'il n'est pas impossible qu'elles aient des conséquences et pénalisent

²⁶⁷ Voir RIA Canada, *Rapport de l'investissement d'impact canadien*, 2018, p. 11 et Global Impact Investing Network, *Annual Impact Investor Survey*, 2020 p. 36.

²⁶⁸ Par exemple la Caisse d'économie solidaire Desjardins. Site web : <https://caissesolidaire.coop/>

²⁶⁹ Global Sustainable Investment Alliance, *op.cit.*, p. 10.

certaines entreprises ou en favorisent d'autres dans le futur. Cependant, nous sommes loin d'une telle situation, et les fonds prétendant avoir un impact en utilisant seulement cette stratégie ne semblent pas crédibles. Par contre, si ces stratégies sont pratiquées dans l'idée de participer à un mouvement plus large, avec des filtres plus exigeants, elle pourraient présenter un intérêt de ce point de vue. Cependant, elles répondent surtout à des exigences déontologiques.

. Les stratégies de filtrage positif par entreprise, selon des notations ou le respect de normes (type B) ont un impact très hypothétique, à moins de les combiner avec des stratégies d'engagement actionnarial.

. Les stratégies d'engagement actionnarial, que l'on peut qualifier de stratégies du « compromis » avec les entreprises ont certes des impacts tangibles, mais limités. Elles ne semblent pas en mesure d'opérer des changements majeurs dans les politiques des entreprises, qui restent focalisées sur le rendement, souvent au détriment de nombreux enjeux éthiques.

. Les stratégies d'investissement d'impact et d'investissement communautaire sont clairement plus satisfaisantes du point de vue conséquentialiste. On peut généralement vérifier leurs impacts sociaux ou environnementaux concrets, comme la baisse des émissions de CO2 ou l'augmentation de l'accès à des services de base (éducation, santé).

Néanmoins elles ont plusieurs limites : les risques de blanchiment d'impact ; le fait que certains fonds ou projets cherchant à assurer un rendement important accordent moins d'importance à l'impact ; le fait que ces investissements représentent encore une fraction très limitée de la totalité des investissements socialement responsable, au Canada comme à l'échelle globale, même s'ils sont en augmentation²⁷⁰.

Plus largement, les stratégies qui appliquent une approche conséquentialiste en investissement se heurtent à la difficulté d'évaluer la totalité des conséquences des projets et des pratiques des organisations, surtout dans une époque industrielle et un marché mondialisé.

²⁷⁰ Moins de 2% selon le rapport *Global Sustainable Investment Review 2018*, p. 10 et moins de 1% au Canada, selon le *Rapport de l'investissement d'impact canadien 2018*.

Ces remarques nous renvoient aux thèses de Günther Anders²⁷¹, qui souligne, que dans nos sociétés industrielles, l'intrication des activités de production a atteint un niveau si élevé, qu'il est difficile se représenter les conséquences de telle ou telle activité au sein de ces systèmes de production organisés autour de « macro-systèmes techniques ». Puisque les produits industriels nécessitent souvent une multitude d'actions et de pièces d'origines diverses pour être construits, il est très difficile d'identifier les « responsabilités » lorsque des pratiques destructrices se développent. Autrement dit, la chaîne d'approvisionnement est souvent si complexe pour une grande majorité des marchandises, qu'il est difficile d'identifier une entreprise « responsable » si ce produit cause des dommages à l'environnement, par exemple.

Anders souligne l'écart toujours plus grand, dans nos sociétés industrielles mues par les innovations techniques, entre notre capacité d'*action* et notre capacité de *représentation*. Si les innovations techniques et technologiques permettent d'étendre notre capacité d'*action* de façon impressionnante, dans le même temps notre capacité de *représentation* des conséquences de nos actes reste limitée. Si l'on prend l'exemple de l'avion qui a largué la bombe atomique sur Hiroshima, cela implique en effet une multitude d'acteurs et tout une chaîne de production. On peut en effet considérer que c'est le président des États-Unis de l'époque qui en est le responsable principal, mais cette action n'a été possible que parce que cette décision été transmise jusqu'au pilote qui a largué la bombe ; même les scientifiques qui ont réalisé les recherches sur l'arme atomique, les entreprises qui ont construits les avions, leur fournisseurs, ont tous participé, d'une manière ou d'une autre, à cette acte destructeur à grande échelle. On voit donc que la complexité et l'intrication des activités de production à grande échelle rendent très difficile l'évaluation des conséquences ultimes de nos actions, de nos projets, des pratiques des entreprises et de nos investissements. L'argumentation d'Anders renvoie donc à une critique de tout notre système industriel. Pour retrouver une capacité à cerner clairement notre responsabilité, il faudrait probablement en sortir complètement.

²⁷¹ Günther Anders, « Nous, fils d'Eichmann », 1988, traduit de l'allemand par Sabine Cornille et Philippe Ivernel, Paris, *Éditions Payot & Rivages*, 1999, 154 p. Voir aussi Édouard Jolly, « Günther Anders. Une politique de la technique », Paris, *Michalon Éditeurs*, coll. Le bien commun, 2017, 125 p.

Si l'on reste dans le cadre du système de production qui est le nôtre, l'évaluation des conséquences de nos activités reste donc partielle : elle peut porter sur des domaines précis, comme la baisse des émissions de CO₂, mais avec des limites. Il faut donc être conscient que le système plus global dans lequel les activités de productions sont insérées, implique des effets négatifs qui peuvent se situer tout au long de la chaîne de production, aussi bien au niveau des pratiques de travailleurs qu'au niveau des dégâts environnementaux. Par exemple, l'installation de parcs de panneaux solaires peut contribuer à la baisse des émissions de gaz à effet de serre, en remplaçant d'autres sources énergies plus émettrices de GES, comme le charbon. Cependant, cela ne veut pas dire qu'il n'y a pas eu d'autres impacts négatifs, humains ou environnementaux, dans la chaîne de production.

Un article récent de *Greenpeace*, « Quel est l'impact environnemental des panneaux solaires ? » essaie justement de clarifier ce point²⁷² et précise que l'extraction des matériaux nécessaires aux cellules photovoltaïques a des conséquences négatives du point de vue environnemental et social, notamment en Chine où « en plus des bas salaires et des conditions de travail extrêmes, des scandales de rejets massifs dans l'atmosphère de poudre de silicium (matière première de la cellule photovoltaïque, disponible en abondance), et de pollution causée par les opérations de raffinage du silicium, ont été dénoncés et documentés au cours des dix dernières années. ». L'article poursuit en précisant qu'il est possible aujourd'hui « de limiter considérablement les impacts environnementaux et de recycler les produits issus des opérations de raffinage, ce que font de plus en plus d'entreprises. Les innovations dans les techniques d'extraction et de raffinage ont permis également d'importantes améliorations²⁷³. » Pourtant, malgré ces améliorations technologiques, on voit que la production de panneaux solaires a également des impacts négatifs sur l'environnement et les êtres humains.

De même, pour la plupart des projets et entreprises impliqués dans ce que l'on pourrait nommer des « macro-systèmes techniques » en suivant Anders, y compris en

²⁷² Greenpeace, « Quel est l'impact environnemental des panneaux solaires ? ». Consulté à : <https://www.greenpeace.fr/impact-environnemental-solaire/>

²⁷³ Greenpeace, *ibid.*

investissement d'impact, il est impossible d'évaluer tous les impacts des investissements réalisés. Il faut donc être conscient de ces impacts non-mesurés, qui sont bien réels, ce qui constitue une limite de ces investissements. Cela pose également la question des impacts que l'on veut mesurer et que l'on recherche.

3. Analyse inspirée de l'éthique de la vertu

Plutôt que de se concentrer sur l'évaluation morale des actions, comme le conséquentialisme et le déontologisme, l'éthique de la vertu insiste sur le fait que nos actions sont ancrées dans nos habitudes et notre personnalité. Le plus important pour mener une « vie bonne » et agir de manière juste, est de former notre caractère, de façon à être en mesure, dans toutes les situations, d'accomplir des actions justes, d'agir de façon « vertueuse » ou « éthique ». Il s'agit donc de forger des qualités morales que les philosophes grecs nommaient des vertus : tempérance, justice, honnêteté, courage, intelligence pratique. Mais comment cette approche de l'éthique peut-elle nous aider à analyser des pratiques dans un domaine comme la finance socialement responsable ?

Selon Viviers, Bosch, Smit, et Buijs, des investisseurs responsables qui s'inspireraient de cette théorie éthique, seraient des personnes accordant de la valeur aux vertus de l'honnêteté, de l'équité, de la sincérité et de la volonté d'avoir un comportement éthique envers les humains, les animaux et l'environnement²⁷⁴. Ils seraient donc portés à considérer les entreprises non seulement en fonction de leurs actions et de leurs attitudes, mais également de se demander si elles le font pour de bonnes raisons. C'est pourquoi les motivations sont un élément important pour les investisseurs ayant une telle approche. Enfin, les investisseurs inspirés par cette approche auront tendance à être patients et à

²⁷⁴ Viviers, Bosch, Smit, et Buijs, *ibid.*, p. 22.

prioriser les vertus aux rendements financiers à court-terme, et donc à adopter une approche de long-terme dans l'investissement²⁷⁵.

Pour cette analyse, nous commencerons par appliquer cette approche aux principaux acteurs de l'IR, en particulier les gestionnaires de fonds, les sociétés de gestion, les agences de notation et les investisseurs institutionnels, en nous demandant quelles seraient les vertus que ceux-ci devraient développer pour devenir plus « éthiques », ce que nous ferons dans une première section préliminaire, qui prendra beaucoup d'importance, étant donné la spécificité de cette théorie éthique, qui est centrée sur les personnes, les acteurs. Puis nous analyserons les différentes stratégies ISR à l'aide de cette théorie, dans la mesure du possible.

3.1. Les acteurs de l'ISR et l'éthique de la vertu

Selon l'éthique de la vertu, les acteurs de l'ISR, en particulier les gestionnaires de fonds, les investisseurs institutionnels et les agences de notation, pourraient mettre en pratique des vertus qui semblent cruciales pour ce domaine : en particulier l'honnêteté, la générosité et le courage, s'ils ne le font déjà.

3.1.1. La vertu d'honnêteté

En premier lieu, l'honnêteté paraît fondamentale, en particulier concernant des enjeux de transparence et de marketing.

La question du caractère éthique du marketing des fonds éthiques est abordée dans l'article de Mark. S. Schwartz, paru en 2003, *The « Ethics » of Ethical Investing*²⁷⁶. Pour examiner le caractère éthique de ces fonds, Schwartz pose une définition de ce que serait

²⁷⁵ Viviers, Bosch, Smit et Buijs, *ibid.*, p. 22.

²⁷⁶ Schwartz, *op.cit.*

être « éthique » pour un fonds : « agir d'une manière moralement appropriée, basée sur des standards moraux procéduraux, ou sur des principes de transparence, d'intégrité, de responsabilité et non-fallacieux »²⁷⁷.

D'abord, il constate que les publicités pour les produits ISR proposées au grand public tendent à faire appel aux émotions plutôt qu'à la raison, ce qui pose des problèmes éthiques, puisque ces produits procurent rarement ce que les publicités promettent²⁷⁸. Par exemple, certains fonds éthiques ont mis de l'avant des images d'enfants travaillant dans de dangereuses usines, ou d'oiseaux couverts de pétrole suite à une marée noire, pour inciter à y investir²⁷⁹. Ces publicités sont-elles justes et honnêtes, ou conduisent-elle à une forme d'exploitation d'autrui, comme les casinos ou loteries, qui jouent sur les émotions des clients pour les inciter à jouer ? Le fait d'investir dans des fonds éthiques va-t-il vraiment réaliser ce que suggère l'annonce, éliminer les pratiques de travail des enfants et empêcher les marées noires ? C'est fortement improbable, suggère Schwartz.

Afin de se prémunir contre de telles critiques, ces fonds devraient donc être prudents avant d'utiliser des techniques publicitaires destinées à générer une réponse émotionnelle, plutôt que rationnelle, et éviter de présenter des images chargées émotionnellement, en suggérant qu'ils sont en mesure d'aider à éliminer les pratiques concernées²⁸⁰. Ces remarques posent la question de la séduction que peuvent opérer sur chacun d'entre nous des images fortes, comme celles de paysages naturels, présentés dans des publicités pour des fonds ou des outils d'investissement « verts » qui utilisent des belles photos de paysages naturels, ou des slogans centrés sur la planète, suggérant que ces fonds participent à la protection de l'environnement, alors qu'aucun élément tangible n'est apporté pour le prouver²⁸¹.

²⁷⁷ Schwartz, *ibid.*, p. 197.

²⁷⁸ Schwartz, *ibid.*, p. 201.

²⁷⁹ Schwartz, *idem.*

²⁸⁰ Schwartz, *idem.*

²⁸¹ On peut prendre l'exemple de la plateforme *Earthfolio* (<https://www.earthfolio.net/>) destinée à guider les investisseurs « socialement responsables » dans leurs décisions d'investissement. Ce site présente des photos de paysages naturels, de fonds sous-marins préservés ou d'un ours esseulé sur un bloc de glace, à cause de la fonte de la banquise due au réchauffement climatique. Page web consultée le 25 juillet 2020 à : <https://www.earthfolio.net/how-it-works/pricing/>.

Allant dans ce sens, un article de Robert Watson, *Ethical and socially responsible investment funds. Are they ethically and responsibly marketed ?*²⁸² formule une critique similaire, visant un document édité en 2010 par l'association britannique de l'investissement responsable (UKSIF)²⁸³, qui procurait aux conseillers financiers des conseils pour vendre des produits d'investissement « éthiques et socialement responsable ». D'après Watson, les prétentions exprimées par ce guide ne sont pas plausibles, et induisent les clients en erreur, ce qui expose les conseillers financiers à des accusations de vente abusive²⁸⁴.

L'auteur part des prétentions de l'IR, telles qu'elles sont souvent présentées du point de vue du marketing, comme s'il était en mesure d'avoir un impact positif, sans avoir à sacrifier les rendements financiers. Or, selon Watson, cette affirmation ne peut être justifiée²⁸⁵. D'abord, concernant la pratique répandue depuis longtemps des filtres négatifs, consistant à exclure des entreprises ou des secteurs bien définis, il est difficile d'argumenter pour montrer qu'ils auraient une influence quelconque sur les pratiques des entreprises²⁸⁶. On rejoint ici la discussion de la partie 1 de ce chapitre.

L'auteur poursuit sa critique en citant la brochure de l'UKSIF, qui prétend que les fonds ISR peuvent « encourager et persuader les entreprises d'agir de façon responsable ; financer des technologies plus vertes ou des entreprises ayant des thématiques sociales ; satisfaire les besoins de rendement financier des investisseurs, avec des profits « plus verts » que les autres investissements »²⁸⁷. Or, explique-t-il, plusieurs de ces affirmations sont vagues, et la définition large de l'ISR, incluant une diversité des stratégies, ne permet pas à l'investisseur de s'y retrouver. De plus, selon lui, l'engagement actionnarial, visant à influencer les entreprises à travers le dialogue, manque d'efficacité et de résultats concrets, et suppose des coûts, susceptible d'impacter les rendements²⁸⁸.

²⁸² Robert Watson, « Ethical and socially responsible investment funds. Are they ethically and responsibly marketed? », *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 19, no 2, 2011, p. 100-110.

²⁸³ UKSIF, *United Kingdom Social Investment Forum*.

²⁸⁴ Watson, *op.cit.*, p. 100.

²⁸⁵ Watson, *ibid.*, p. 101.

²⁸⁶ Watson, *ibid.*, p. 102.

²⁸⁷ Watson, *ibid.*, p. 104. Traduction libre.

²⁸⁸ Watson, *idem*.

Un autre aspect de sa critique porte sur le marketing prôné par la brochure, qui utilise « un langage vague et émotif » ainsi que des slogans non-pertinents, tels que « créer un monde meilleur tout en gagnant de l'argent »²⁸⁹, tout cela afin d'inciter les clients à investir dans ces fonds. De tels slogans sont, selon l'auteur, trompeurs, concernant les rendements comme les impacts positifs²⁹⁰.

Watson critique également l'utilisation d'énoncés généraux, largement partagés par la population, relatifs « à l'environnement et aux pratique insoutenables destructrices de nombreuses activités des entreprises »²⁹¹, alors que ces fonds n'y changeront rien. Finalement, écrit-il, la rhétorique autour de l'idée de « faire le bien » et « d'avoir un impact » sur les entreprises, tout en réalisant un rendement ajusté au risque correct, doit être regardée avec scepticisme²⁹².

À partir de ces remarques de Schwartz et Watson, nous pouvons conclure que les acteurs de l'IR appliquant la vertu de l'honnêteté se garderaient de toute affirmation trompeuse destinées à vendre des produits, et donc s'écarteraient des tentations d'éco-blanchiment dans les pratiques de marketing dénoncées par ces auteurs.

Par ailleurs, des pratiques de transparence, notamment quant à la composition des fonds, pourraient être une des vertus des gestionnaires de fonds pratiquant la vertu de l'honnêteté. Cette préoccupation pour la transparence est ainsi exprimée par plusieurs auteurs, dont Schwartz, qui explique que si les fonds éthiques attendent une information transparente de la part des entreprises, on pourrait s'attendre à ce qu'ils soient eux-mêmes transparents sur leurs activités, ce qui n'est pas toujours le cas : ils devraient se soumettre à l'examen minutieux qu'ils attendent des autres²⁹³. Le fait de révéler suffisamment d'informations n'assurerait pas que ces firmes agissent avec éthique, mais au moins qu'elles respectent un standard moral minimal, conclut Schwartz²⁹⁴.

²⁸⁹ Watson, *ibid.*, p. 105.

²⁹⁰ Watson, *ibid.*, p. 106.

²⁹¹ Watson, *idem.*

²⁹² Watson, *ibid.*, p. 107.

²⁹³ Schwartz, *op.cit.*, p. 199.

²⁹⁴ Schwartz, *ibid.*, p. 200.

3.1.2. Les vertus de générosité et de courage

De nombreux articles notent, dans les fonds ISR, une subordination des considérations éthiques aux considérations financières de rendement. Ainsi, selon Sparkes²⁹⁵, on ne peut que constater le manque de tout signe d'altruisme dans les fonds « éthiques », qui cherchent la maximisation du profit, comme les autres fonds. D'ailleurs, constatent Schepers et Sethi, une revue de la littérature sur l'ISR montre que celle-ci fournit beaucoup plus d'efforts pour défendre la performance financière des fonds ISR que leur performance sociale, qui est pourtant leur raison d'être²⁹⁶.

Eccles constate la place prise par la gestion du risque ESG, pour des raisons financières, et exprime l'inquiétude que cette évolution récente de l'ISR lui fasse perdre toutes les aspirations éthiques de ses débuts²⁹⁷, si bien que l'investissement responsable serait désormais focalisé sur l'objectif des rendements ajustés au risque, plutôt que sur les considérations éthiques²⁹⁸.

Enfin, Lacroix et Marchildon dans l'article *Finance responsable : entre moralisation et réflexion éthique*²⁹⁹ soulignent les effets insuffisants des initiatives visant à « moraliser l'économie », comme la finance socialement responsable ou la RSE. Selon eux, la principale limite de ces tentatives de moralisation de l'économie, notamment de l'investissement responsable, se trouve dans la subordination de l'éthique à l'économie³⁰⁰.

²⁹⁵ Sparkes, *op.cit.*, p. 198.

²⁹⁶ Schepers et Sethi, *op.cit.* Il citent Abigail McWilliams et Donald Siegel « The Role of Money Managers in Assessing Corporate Social Responsibility Research », *The Journal of Investing*, 1997, qui comptabilisaient, en 1997, 29 articles sur les rendements financiers de la responsabilité sociale, alors qu'aucune étude comparable n'étudiait la performance de l'ISR concernant des critères de responsabilité sociale. Cette étude portait sur les trois plus grandes revues de management empirique, *Academy of Management*, *Strategic Management Journal* et *Journal of Management*.

²⁹⁷ Neil Eccles, « New Values in Responsible Investment », dans Vandekerckhove, Wim, Jos Leys, Kristian Alm, Bert Scholtens, Silvana Signori et Henry Schäfer (dir.), *Responsible Investment in time of Turmoil*, *Issues in Business Ethics*, vol. 31, Springer, 2011, p. 19-34.

²⁹⁸ Eccles, *ibid.*, p. 19.

²⁹⁹ Lacroix et Marchildon, « Finance responsable : entre moralisation et réflexion éthique », *op.cit.*, 2018.

³⁰⁰ Lacroix et Marchildon, *ibid.*, p. 677.

Dans la lignée de toutes ces explications, des pratiques d'investissement qui placeraient l'éthique en priorité, et sacrifierait au moins une part des rendements, ne seraient-elles pas une manifestation à la fois des vertus de *générosité* et de *courage* ? De telles pratiques seraient généreuses, car elles accepteraient de sacrifier une part de rendement, pour avoir soit des standards éthiques plus élevés dans le choix des placements, soit des impacts plus tangibles, par exemple dans l'investissement d'impact. Il s'agirait ainsi d'abandonner la priorité accordée au rendement, dans le but d'un meilleur impact social et environnemental. Pour les investisseurs soumis au devoir fiduciaire, comme les fonds de pension, il faudrait cependant en venir à une réinterprétation de ce devoir, pour qu'il ne limite plus « l'intérêt » des bénéficiaires aux seuls intérêts financiers, mais y inclue des aspects environnementaux, comme y insiste Benjamin Richardson³⁰¹. Les intérêts considérés pourraient ainsi inclure un intérêt pour la préservation de notre lieu de vie commun, la planète, y compris pour les générations futures.

Si l'éthique de la vertu s'applique avant tout aux acteurs de la FSR, à travers des pratiques plus « vertueuses », on peut également réfléchir à la manière dont cette approche éthique s'appliquerait aux quatre types de stratégies identifiées, comme nous l'avons dans les parties précédentes. Si l'on suit Viviers, Bosch, Smit, et Buijs, s'inspirer cette approche éthique, conduirait à accorder de la valeur à l'honnêteté, à la sincérité et au comportement éthique envers les êtres humains, les animaux et l'environnement³⁰². Notre analyse se penchera donc sur les pratiques des entreprises, comme s'il s'agissait de personnes, mais, comme l'éthique de la vertu ne porte pas à l'origine sur des organisations mais sur des individus, cette analyse sera seulement inspirée de l'éthique de la vertu.

3.2. Stratégies de filtrage négatif et d'investissement thématique (A)

L'exclusion de secteurs d'activité jugés indésirables, ou la sélection de secteurs d'activités jugés désirables, ne semble pas avoir beaucoup d'intérêt du point de vue de l'éthique de

³⁰¹ Richardson, *op.cit.*

³⁰² Viviers, Bosch, Smit, et Buijs, *op.cit.*, p. 22.

la vertu, car ces stratégies ne prennent pas en considération les pratiques des organisations en elles-mêmes, mais les considèrent du fait de leur appartenance à un secteur plus large.

3.3. Stratégies de filtrage positif selon les pratiques ESG (B)

Ces stratégies, qui mettent en œuvre des analyses individuelles des entreprises en fonction de leurs pratiques ESG, semblent plus susceptibles d'identifier celles qui se démarquent par « un comportement éthique envers les humains, les animaux et l'environnement »³⁰³.

Premièrement, cela impliquerait alors de s'intéresser à la composante éthique, quand elle existe, de ce que les agences ESG nomment les « enjeux ESG clés » (voir l'annexe 6). Il s'agirait donc de distinguer, parmi ces indicateurs ESG, ceux qui ne font que mesurer la gestion du risque ESG, et ceux qui ont en même temps une composante éthique. Par exemple, la mesure du « risque lié aux pénuries d'eau » peut très bien être utilisée pour limiter les risques de l'investissement dans des entreprises de boissons gazeuses ayant des usines situées dans des zones à risques, mais ne concerne pas l'éthique. Cette approche de gestion des risques correspond en fait au « courant dominant » de l'IR, représenté par l'approche des PRI³⁰⁴. Or, des auteurs comme Eccles mettent en avant la nécessité de dépasser cette approche pour aller vers un ISR plus « éthique ». En ce sens, définir un comportement « éthique », pour les investisseurs inspirés par l'éthique de la vertu, pourrait signifier identifier, parmi les indicateurs des agences ESG, ceux qui ne sont pas seulement des indicateurs de risque ESG (correspondant à des enjeux « financièrement matériels »), mais également des indicateurs de comportements éthiques des entreprises. En tous les cas, si une telle utilisation éthique des indicateurs ESG est possible, ou si l'on trouve des indicateurs proprement « éthiques », cet aspect ne semble que la première condition pour identifier des comportements plus « éthiques ». La deuxième impliquerait en effet, nous semble-t-il, un examen à long-terme des comportements des entreprises.

³⁰³ Viviers, Bosch, Smit, et Buijs, *idem*.

³⁰⁴ Eccles, *op.cit.*

En effet, *deuxièmement*, il faudrait que les « bonnes » pratiques identifiées, ne soient pas entachées par un historique de controverses sur ces sujets, car cela montrerait que les comportements supposés respectueux de l'entreprise ne correspondent pas à l'ensemble de son histoire. Or, ici, l'éthique de la vertu nous paraît un outil d'analyse salutaire : de même qu'une action ne suffit pas pour parler de la « vertu » ou de l'« éthique » d'une personne, une bonne performance ou une opération de marketing mettant en avant la « générosité » d'une entreprise ne doivent pas tromper les investisseurs éthiques. Ce qui importe est bien l'ensemble du comportement d'une entreprise, tout au long de son histoire, y compris les controverses et scandales qu'elle a connus. Cette prise en compte de l'historique de controverses de l'entreprise donnerait une idée de son attitude générale, des « intentions » qui animent ses dirigeants, aspects importants pour l'éthique de la vertu.

Troisièmement, la stratégie de type *best-effort* pourrait être envisagée pour les investisseurs animés par cette approche. Celle-ci consiste à sélectionner les entreprises non sur leurs performances ESG, mais sur les progressions réalisées dans ces notations. Cependant, les remarques précédentes sur les limites de la notation ESG peuvent venir relativiser la valeur des sélections ESG effectuée de cette manière.

3.4. Stratégie d'engagement actionnarial (C)

La stratégie de l'engagement actionnarial semble pouvoir être utilisée d'un point de vue d'éthique de la vertu, peut-être en collaboration avec des stratégies de filtrage positif (type B), puisqu'il pourrait s'agir d'accompagner les entreprises qui réalisent des efforts d'amélioration de leurs pratiques éthiques. En effet, l'idée d'amélioration continue de soi, caractérise bien l'éthique de la vertu : cette idée pourrait donc être appliquée aux organisations. Cependant, il faudrait, pour que cela soit cohérent, que les changements réalisés grâce à ces politiques d'engagement soient réellement significatifs, qu'il ne s'agisse pas de « toilettage », comme cela est parfois reproché à l'engagement actionnarial. De plus, il faudrait vérifier, comme cela a été noté dans la sous-section précédente, que l'historique de cette entreprise n'est pas entaché de scandales qui feraient douter de la sincérité des intentions de celle-ci et de ses dirigeants.

3.5. Stratégies d'investissement d'impact (D)

L'investissement d'impact semble également pouvoir s'accorder avec cette approche, puisqu'il contribue à financer des organisations ou des projets que l'on pourrait qualifier de « vertueux », au sens où ils cherchent, au moins en principe, à avoir un effet positif sur le monde, à limiter la pollution, à accompagner les personnes en difficulté, ou à améliorer les conditions de vie des communautés au niveau local. Néanmoins, il faudrait que ces organisations ou projets traduisent réellement des comportements « éthiques », au sens où il ne s'agirait pas de blanchiment d'impact. Ensuite, il serait nécessaire que leurs intentions soient sincères et prennent la réalisation de l'impact au sérieux, sans se limiter au seul objectif de réaliser du rendement, qui peut caractériser certains projets souhaitant simplement profiter de la « mode » ou de la « tendance » de l'investissement d'impact.

3.6. Conclusion

Plusieurs des stratégies d'ISR pourraient être utilisées pour réaliser des investissements en accord avec l'esprit de cette approche éthique, mais les stratégies de sélection selon les pratiques ESG et l'engagement actionnarial s'y appliqueraient particulièrement, à certaines conditions, qui ne semblent pas réunies actuellement, étant donné le manque d'exigence des notations ESG et de la sélection effectuée par les gérants de fonds ESG, qui est souvent axée sur la gestion des risques ESG, plus que sur l'éthique.

Ces conditions, en première approche, pourraient être les suivantes : d'abord, des analyses ESG plus exigeantes des entreprises, qui incluraient : *premièrement*, la prise en compte d'indicateurs clairs de leurs pratiques éthiques, qui ne correspondent pas nécessairement aux indicateurs de performance ESG des agences, même s'ils peuvent les recouper ; *deuxièmement*, la prise compte des controverses subies par ces entreprises tout au long de leur histoire ; *troisièmement*, éventuellement, des politiques d'engagement donnant des résultats significatifs pourraient faire partie de l'évaluation des gestionnaires.

Il y a néanmoins fort à parier, étant donnée les pratiques d'un grand nombre d'entreprises, que seul un petit nombre d'elles, en particulier parmi les multinationales à forte capitalisation qui composent majoritairement les fonds ISR³⁰⁵, ne passeraient pas au crible d'une analyse éthique de ce type.

³⁰⁵ Voir Markowitz, *op. cit.*

Conclusion

L'analyse de l'investissement socialement responsable selon trois approches éthique, l'approche déontologique, l'approche conséquentialiste, et l'éthique de la vertu nous a permis d'évaluer ses grandes stratégies selon ces trois grilles de lectures, comme cela peut être fait en éthique appliquée à bien d'autres disciplines, telles que la santé, l'environnement, la criminologie ou les relations internationales.

Comme l'ISR n'est pas une pratique financière monolithique, mais renvoie à une pluralité de stratégies, nous proposons dans cette conclusion de récapituler les grandes lignes de nos conclusions précédentes, en soulignant les apports et les limites de ces stratégies, afin de répondre à notre question. Puis nous réaliserons un retour critique sur notre travail.

1. Conclusions sur nos analyses éthiques des différentes stratégies

1.1. Stratégies de filtrage par secteur et fonds thématiques (A)

Du point de vue déontologique, elle peuvent permettre de respecter les valeurs de tel ou tel investisseur, et surtout, de respecter certaines valeurs susceptibles de faire consensus au sein de la société, comme des valeurs environnementales. Cela suppose cependant que les filtres d'exclusion soient suffisamment exigeants, ce qui n'est pas évident à réaliser. En effet, du fait de la structure de notre économie, des systèmes de production industriels et des échanges mondialisés, il est très difficile de considérer qu'une entreprise est complètement « éthique ». Cette limite rejoint celle pointée, plus largement, par Günter Anders³⁰⁶, qui soulignait que dans nos sociétés industrielle, il est de plus en plus difficile

³⁰⁶ Anders, *op.cit.*

d'évaluer la responsabilité de tel ou tel acteur étant donné la complexité des systèmes techniques au sein desquels nous vivons. Chaque entreprise utilise des pièces, des outils, des machines, fabriqués dans des conditions qui peuvent être contestables du point de vue éthique. Il semble donc impossible d'être parfaitement « pur » du point de vue de principes éthiques déontologiques qui commanderaient de ne pas polluer, dès lors que l'on consomme (par exemple en achetant un ordinateur) ou que l'on investit (ne serait-ce, qu'à travers les fonds de retraite). On pourrait donc trouver des principes déontologiques éthiques « minimaux », par exemple : « refuser les investissements dans les entreprises dont les produits ou les activités causent une pollution majeure ».

Du point de vue conséquentialiste, si les exclusions de titres d'entreprises cotées en bourse ne sont que très peu susceptibles d'avoir un impact sur celles-ci, sauf éventuellement à devenir massives, on pourrait envisager que celles-ci puissent participer à un mouvement de prise de conscience globale des problèmes sociaux et environnementaux.

Du point de vue de l'éthique de la vertu, ces stratégies ne semblent pas présenter d'intérêt.

Finalement, ces stratégies peuvent respecter certains principes déontologiques minimaux et s'intégrer dans une stratégie éthique qui participerait à un changement global de mentalités et de pratiques, en particulier concernant la crise climatique. Cependant, il importe d'être conscient des limites importantes de cette stratégie en termes d'impacts, très incertains et soumis à diverses conditions empiriques.

1.2. Stratégies d'intégration ESG, best-in-class, filtrages ESG et selon des normes (B)

Du point de vue déontologique, elles ne paraissent pas satisfaisantes : elles ne visent pas à respecter des principes éthiques intangibles, mais surtout à gérer le risque ESG. Le filtrage positif et le *best-in-class*, sont assez critiquables du point de vue déontologique. En effet, prendre « la moins polluante » d'un ensemble d'entreprises polluantes, choque les intuitions morales de la plupart d'entre nous et cela pose un sérieux problème du point de vue déontologique.

Du point de vue conséquentialiste, les arguments sont similaires à ceux employés pour les stratégies d'exclusion et de fonds thématiques : comme il s'agit, pour simplifier, d'échanger des titres sur les marchés secondaires, selon leur notation ESG, leur impact concret est très hypothétique, à moins que ces stratégies participent à un changement de mentalité dans le monde financier. Néanmoins, les filtres de sélection étant surtout liés à la gestion du risque, ils ne sélectionnent pas nécessairement des entreprises ayant de meilleures pratiques éthiques, mais celles gérant le mieux les risques ESG.

Du point de vue de l'éthique de la vertu, ces stratégies pourraient être un moyen de sélectionner des entreprises aux pratiques plus « vertueuses », mais à des conditions qui ne semblent pas réunies. En effet, il faudrait des critères de sélection bien plus exigeants, du point de vue éthique, que ceux qui sont utilisés actuellement, le plus souvent pour des raisons de gestion du risque ESG. Il faudrait également que l'historique des compagnies soit utilisé comme filtre de manière bien plus sévère qu'elle l'est aujourd'hui³⁰⁷.

1.3. Stratégie d'engagement actionnarial (C)

Du point de vue déontologique, elle présente peu d'intérêt, puisque c'est justement au nom d'une éthique déontologique – une éthique de conviction - qu'elle peut être critiquée. Cette critique correspond à la réaction intuitive de nombreuses personnes concernant les fonds ISR qui incluent des entreprises du secteur extractif. Si les défenseurs de tels fonds argumentent en mettant en avant des avancées de cette pratique, cet argument semble peu audible car il peut heurter les intuitions morales déontologiques.

Du point de vue conséquentialiste, si elle peut donner des résultats et modifier certaines pratiques en exerçant une pression sur les entreprises, parfois avec la menace du désinvestissement, il s'agit souvent de « petits pas ». On comprend qu'une telle stratégie, qui peut avoir son utilité, soit insatisfaisante pour des investisseurs en quête de principes éthiques plus conformes à leur intuitions ou entraînant des changements importants.

³⁰⁷ Voir les analyses de Markowitz, *op.cit.*, ou encore de Mortier, *op.cit.*

Du point de vue de l'éthique de la vertu, cette stratégie pourrait être utilisée, avec des réserves, en coordination avec les pratiques de filtrages ESG plus exigeantes.

1.4. Stratégies d'investissement d'impact

Du point de vue déontologiques, elles semblent peu intéressantes, puisque leur but est clairement l'impact.

Du point de vue conséquentialiste, elles peuvent permettre des impacts concrets et significatifs, en termes de réduction des GES, de protection de la biodiversité, d'éducation ou de santé. Par contre elles peuvent demander de sacrifier une part du rendement attendu, ce que tous les investisseurs ne sont pas prêts à faire. De plus, il s'agit d'être conscient des limites de l'investissement d'impact, puisqu'il n'est pas possible de connaître les conséquences ultimes de nos actions, de nos projets, et des pratiques des entreprises. Cela est particulièrement vrai dans le monde industriel, mondialisé, complexe, voire « trop grand pour nous » évoqué par Günther Anders. Finalement, comme le montre l'exemple de la production des panneaux solaires, ses conséquences peuvent être multiples et impliquer des conséquences positives sur le plan environnemental (réduction des émissions de CO₂) et dommageable sur le plan social (condition de travail exécrables dans certains pays), ou des conséquences environnementales positives et d'autres négatives (raffinage du silicium et rejet de poudre de silicium dans l'atmosphère).

Du point de vue de l'éthique de la vertu, elles sont également une stratégie possible, à condition de se préserver des pratiques dites de « blanchiment d'impact ».

Malgré tout, cette stratégie est loin d'être parfaite et de résoudre tous les problèmes : d'abord parce qu'elle demeure encore très limitée en termes de montants investis ; ensuite parce qu'elle ne peut prétendre répondre à tous les défis sociaux et environnementaux que rencontrent nos sociétés, notamment les inégalités sociales ou la surconsommation ; enfin parce qu'elle se heurte au problème de l'évaluation des conséquences ultimes de nos actes.

2. Dans quelle mesure les pratiques et stratégies d'ISR peuvent-elles être éthiques ?

Finalement, pour répondre à notre question de recherche il nous faut commencer par noter une limite importante de l'ISR, concernant le système économique auquel il prend part.

2.1. L'investissement responsable se situe dans un cadre priorisant les considérations financières par rapport à l'éthique

Premièrement, il faut noter que l'investissement responsable se déploie dans le cadre d'une économie capitaliste fondée sur la recherche de croissance, et organisée autour des entreprises à but-lucratif. Or, ce système économique fondé sur la croissance tend notamment à épuiser les ressources de la planète et à créer toujours plus de déchets, à augmenter les inégalités sociales entre riches et pauvres, comme le soulignent les défenseurs de la décroissance³⁰⁸. De ce point de vue, c'est une limite fondamentale de l'investissement responsable : il ne semble pas en mesure de renverser des tendances lourdes de notre système économique capitaliste tel qu'il est construit.

Plusieurs raisons de ces limites sont d'ailleurs mises en évidence, par certains auteurs critiques de l'investissement responsable cités dans ce travail, même s'il ne remettent pas nécessairement en cause directement la société de croissance ou le capitalisme.

Ainsi, Lacroix et Marchildon³⁰⁹ insistent sur la subordination de l'éthique à l'économie et prônent une délibération pour réfléchir collectivement à la manière d'organiser les activités économiques, en s'inspirant de la démocratie participative. Markowitz³¹⁰ souligne les conséquences destructrices de la recherche de profit par les entreprises, notamment sur la précarisation des travailleurs et recommande de diriger les capitaux vers l'investissement communautaire. Enfin, Richardson insiste sur le danger pesant sur les

³⁰⁸ Voir Yves-Marie Abraham, « Guérir du mal de l'infini », 2019, Écosociété, et Serge Latouche, « Le pari de la décroissance », Fayard, 2006.

³⁰⁹ Lacroix et Marchildon, *op.cit.*, 2018.

³¹⁰ Markowitz, *op.cit.*

écosystèmes et la survie des générations futures, dans lequel le secteur financier a une responsabilité : en distribuant les capitaux, celui-ci influence l'économie et les décisions affectant l'environnement³¹¹. Richardson souligne ainsi que si l'on accepte les « limites écologiques à la croissance économique »³¹², on est amenés à revoir les valeurs et les critères de réussite qui président à notre vie en société. Il s'agit alors de trouver un nouveau paradigme éthique, grâce auquel l'humanité puisse durablement vivre en harmonie avec la nature³¹³, plusieurs auteurs s'accordant ainsi pour dire que « de réels progrès en termes de soutenabilité passent la contestation des valeurs anthropocentriques et instrumentales des sociétés capitalistes »³¹⁴. Richardson affirme que toute autre solution ne ferait que répondre aux symptômes sans réellement traiter le problème à la racine. Il prône pour cela une solution institutionnelle, la réforme radical du devoir fiduciaire.

Ces remises en question, qui pointent les activités destructrices de notre système économique et des entreprises, semblent suggérer une limite importante de l'investissement responsable. Pour aller plus loin, on rejoint les réflexions inspirées par Anders, concernant la difficulté d'évaluer toutes les conséquences de nos actions et de nos investissements, surtout dans des « macro-systèmes » technique et économiques.

Il faudrait donc accepter que l'investissement ne peut pas être complètement « éthique », que ce soit au sens déontologique, conséquentialiste ou de l'éthique de la vertu.

Cependant, comme nous sommes quasi-nécessairement, dans les sociétés dans lesquelles nous vivons, des investisseurs, ne serait-ce que par nos investissements dans fonds de retraite, nous nous plaçons d'un point de vue qui prend acte de cette impossibilité d'être complètement « éthique » dans l'investissement, comme d'ailleurs dans la consommation. Sans quoi, il faudrait refuser d'utiliser un ordinateur ou un téléphone portable, fabriqués dans des conditions que nous ignorons bien souvent, avec des matériaux dont l'extraction est polluante et nocive pour les travailleurs, et qui produisent,

³¹¹ Richardson, *op.cit.*, p.556.

³¹² Richardson, *idem.*

³¹³ Richardson, *ibid.*, p. 556. Richardson renvoie à B. Devall et G. Session, « *Deep Ecology: Living as if Nature Mattered* », Gibbs Smith, Layton, 2001.

³¹⁴ Richardson, *ibid.*, p. 556. Il cite C. Soskolne (ed), « *Sustaining Life on Earth* », Lexington Books, New York, 2007.

en fin de vie, des déchets toxiques pour les humains et la planète³¹⁵. Finalement, si l'on peut critiquer l'emploi du terme « éthique » ou « responsable » aussi bien pour la consommation³¹⁶ que pour l'investissement, ce travail se place plutôt d'un point de vue pragmatique, qui prend acte du système dans lequel nous vivons, où l'on propose de distinguer des degrés d'exigence éthique dans les pratiques d'investissement responsable.

2.2. Dans quelle mesure les stratégies d'ISR peuvent-elles être « éthiques » ?

S'il n'est peut-être pas possible, dans le cadre du système économique est industriel où nous vivons, d'avoir des pratiques d'investissement parfaitement « éthiques » ou « responsables », étant donné les limites mentionnées précédemment, nous pouvons au moins distinguer des pratiques et stratégies d'ISR qui sont plus « éthiques » que les autres, selon chacune des approches présentées dans ce travail. Ce sera une manière de répondre à notre question de recherche.

Selon une approche *déontologique*, nous pouvons distinguer différents principes déontologiques, mais, en supposant par exemple que l'on prenne des principes de respect de l'environnement, on voit qu'il peut y avoir des principes ayant des niveaux d'exigences différents. Un principe stipulant que « l'on ne doit pas investir dans des entreprises causant par leurs activités ou leur produits, des détériorations majeures de l'environnement » conduiraient à exclure les secteurs les plus polluants, et seraient donc plus « éthiques » de ce point de vue, que des stratégies d'investissement conventionnelles.

Selon une approche *conséquentialiste*, il s'agirait de déterminer quelles conséquences positives, sociales ou environnementales, on décide de maximiser, pour ensuite en réaliser une évaluation. Celle-ci aura ses limites, liées comme mentionné à la complexité de notre système industriel, mais elle aurait le mérite de proposer par exemple des investissements plus ou moins « polluants », plus ou moins producteurs de gaz à effet de serre, grâce aux

³¹⁵ Comme nous le rappellent, par exemple, les scènes de décharges électroniques géantes du film de Jennifer Baichwal, Nicholas de Pencier et Edward Burtynsky (réal). *Anthropocène : l'époque humaine* [documentaire], Canada, Mercury Films (prod.), 2018.

³¹⁶ Yves-Marie Abraham, *op.cit.*, p. 213-215.

évaluations des émissions qui en sont faites, même si celles-ci ne sont pas parfaites. Dans tous les cas, c'est l'investissement d'impact qui semble le mieux adapté à cette approche.

Selon une approche d'*éthique de la vertu*, on pourrait distinguer des pratiques plus éthiques que d'autres, de la part des acteurs de l'ISR, concernant à la fois la transparence, le courage et la générosité dans les pratiques qu'ils mènent. On pourrait également distinguer des organisations et donc des investissements plus éthiques de ce point de vue, en se focalisant sur les pratiques éthiques de ces entités, en utilisant des indicateurs centrés davantage sur l'éthique que sur la gestion des risques ESG.

2.3. Conclusions plus larges sur cette analyse

Au-delà des investissements les plus répandus, sur les marchés boursiers secondaires, qui donnent en général la priorité au rendement, il existe des stratégies ISR plus exigeantes, mais qui impliquent souvent une réduction du rendement. Elles consistent à investir directement dans des projets ou des organisations permettant de construire un monde plus habitable, en finançant des projets à l'échelle locale. Par exemple, de nouvelles « obligations communautaires »³¹⁷ ont été lancées récemment pour permettre, conjointement au financement de la ville de Montréal, de financer le bâtiment 7 à Montréal. Certes, l'investissement responsable ne va sans doute pas « changer le monde », mais certaines de ses stratégies peuvent conduire à des changements de pratiques et de mentalités dans le monde financier et plus largement dans les Caisses de retraite, les Universités, la politique et la régulation financière. Cela suppose cependant que les citoyens s'informent sur le domaine financier et prennent une part dans le contrôle démocratique des institutions comme des caisses de retraite des universités. Les citoyens peuvent alors espérer se frayer un chemin vers des investissements plus en accord avec leurs valeurs, dans la mesure du possible.

L'idée de transparence semble également importante : celle-ci n'est bien souvent que partielle, aussi bien dans les fonds destinés aux particuliers que dans les fonds de retraite.

³¹⁷ Site du TIESS, Territoires innovants en économie et solidaire. <https://tiess.ca/obligations-communautaires/>

Les citoyens et salariés devraient pouvoir accéder au contenu de tous leurs investissements, pour pouvoir prendre des décisions éclairées, pour avoir des placements qui soient plus en accord - ou moins en désaccord - avec leurs valeurs.

Cependant, les progrès qui pourraient être réalisées pour un investissement responsable plus « éthique » respectant des principes éthiques plus exigeants, participant au financement de la vie des communautés défavorisés ou finançant la transition écologique, seraient loin de pouvoir résoudre tous les problèmes liés à notre mode de vie et à notre société de consommation. Ils seraient toutefois en mesure de participer à un changement plus global de mentalités, à travers des réflexions, des expérimentations et des débats démocratiques informés.

3. Retour critique sur ce travail

3.1. Apports et limites de notre analyse

Apports

. Tout d'abord, ce travail tente de présenter de manière à la fois systématique et pédagogique l'ISR, en particulier à travers ses grandes stratégies.

. Ensuite, il explique en quoi consistent les grandes théories utilisées en éthique appliquée.

. Surtout, ce travail prolonge les recherches des auteurs qui ont commencé à réfléchir sur une application des trois principales théories en éthique normative, à savoir le déontologisme, le conséquentialisme et l'éthique de vertu, à l'investissement responsable. Il tente ainsi d'appliquer ces théories de manière plus systématique et plus approfondie, dans la mesure du possible. Afin de réaliser cette analyse, il utilise une classification des stratégies ISR en 4 catégories, ce qui facilite l'analyse étant donné les sept stratégies souvent distinguées dans ce domaine.

. C'est donc un travail d'éthique appliquée à l'investissement socialement responsable, qui se situe à l'intersection entre deux disciplines que tout oppose : d'une part la

philosophie dans sa partie « éthique », qui renvoie à une réflexion, une mise en question de nos pratiques et de nos croyances, et d'autre part la finance, qui se caractérise par la recherche de profit, et dont les recherches sont généralement purement techniques.

. De plus, ce travail contribue à mieux cerner les apports et les limites de l'investissement responsable et de ses différentes stratégies du point de vue éthique.

. Enfin, cette recherche participe à une réflexion éthique sur ce que seraient de meilleures pratiques et stratégies en investissement responsable, en particulier dans l'élaboration des fonds ISR. Cela a l'intérêt à la fois de clarifier ce que peuvent ou ne peuvent pas réaliser ces stratégies, en termes de respect de principes éthiques, d'impacts, et de prise en compte des « meilleures » pratiques des entreprises du point de vue ESG.

Limites de ce travail

. D'abord, ces limites tiennent à l'étendue du sujet abordé. L'investissement responsable étant un domaine de recherche immense, il ne nous a pas été possible de rentrer dans tous les détails des stratégies et des pratiques existantes. Nous avons dû sélectionner les aspects de l'ISR qui nous ont paru les plus pertinents pour notre recherche, en particulier ses stratégies, et passer plus rapidement sur d'autres, comme les acteurs de l'ISR, présentés en détails dans un ouvrage récent³¹⁸.

. Une autre limite de ce travail tient au fait que c'est un travail de recherche à partir de la littérature, sans « terrain », ce qui n'a pas conduit, par exemple, à enquêter sur les préférences éthiques des investisseurs individuels ou institutionnels ou sur les pratiques des gestionnaires qui élaborent des fonds ISR et réalisent des placements responsables.

. Enfin, notre questionnement visant d'abord à analyser les stratégies ISR de l'intérieur, nous a conduit à limiter notre analyse au cadre de notre système économique et social actuel. À l'exception des pistes de réflexion et des réserves évoquées en conclusion sur ce point, nous n'avons donc pas réfléchi en profondeur à la question plus large de la

³¹⁸ Lacroix et Marchildon, *op.cit.*, 2013, chapitre 3, « Les acteurs de la FSR », p. 93-209.

possibilité de l'éthique au sein du système capitaliste dans lequel nous sommes. Une telle analyse inspirée de penseurs comme Marx ou des penseurs néo-marxistes, aurait pu nous conduire à questionner ce système économique. Cependant, nous avons préféré une réflexion plus limitée, portant sur les pratiques d'investissement existantes au sein de ce système capitaliste, plutôt qu'une réflexion plus générale sur ce système lui-même.

3.2. Retour critique sur la démarche d'ensemble de ce travail

Après avoir identifié les apports et limites de notre travail, nous pouvons revenir sur sa démarche d'ensemble.

L'analyse des stratégies d'IR, regroupées en quatre stratégies, à partir des principales théories les plus souvent utilisées en éthique normative (déontologisme, conséquentialisme et éthique de la vertu) a permis une clarification qui n'avait pas été réalisée auparavant de façon systématique, à notre connaissance. Notre travail a permis de mettre en évidence les stratégies les plus adaptées à telle ou telle approche éthique, donc les stratégies les plus éthiques selon chacune des trois approches.

Cependant, on constate qu'une des limites de ce travail réside justement dans la multiplicité de ces approches de l'éthique normative. Cela conduit à proposer aux investisseurs ou aux gestionnaires un choix, comme dans un menu, en fonction de l'approche éthique qu'ils préfèrent, et des stratégies les plus adaptées à leur manière de concevoir l'éthique : centrée sur les grands principes éthiques (déontologisme), sur les conséquences et les impacts (conséquentialisme) ou sur les « vertus » (éthique des vertus). Rien n'empêche non plus de combiner, dans une certaine mesure, ces approches, par exemple en privilégiant les impacts, tout en ayant certaines exigences déontologiques minimales.

Mais si cette clarification peut être intéressante pour aider les investisseurs et les gestionnaires de fonds ISR à mieux cerner ce qu'ils recherchent dans l'ISR, et les moyens pour le mettre en pratique, elle a également une limite fondamentale : elle ne permet pas de donner une réponse unique aux problèmes éthiques de l'ISR. Comme le notent

Buchholz et Rosenthal³¹⁹, c'est justement le problème de la « théorie normative », c'est-à-dire de ces approches d'éthique normative appliquées au domaine des affaires. Elle tend en effet à présenter ces théories comme sur un « buffet » éthique, pour que chacun choisisse l'approche qui lui semble la plus éclairante pour résoudre un problème donné³²⁰. Cela dit, on ne nous dit jamais quelle approche choisir pour tel problème.

De fait, les remarques de ces auteurs pointent une faiblesse de l'éthique des affaires, qui propose d'analyser les problèmes à partir des théories de l'éthique normative : elles fournissent des outils, mais c'est au gestionnaire, ou à l'investisseur, de prendre des décisions en les utilisant de la manière qu'il souhaite.

Afin de dépasser cette approche qu'ils jugent insuffisantes, ces auteurs suggèrent d'adopter une approche pragmatiste de l'éthique, inspirée du courant philosophique du pragmatisme américain³²¹. Sans rentrer dans les détails de cette approche, nous pouvons noter qu'elle permettrait selon ces auteurs de sortir du cadre philosophique qui fonde l'éthique des affaires. Le pragmatisme propose une vision dynamique des relations entre les individus et la communauté, ce qui le conduit à refuser de penser la séparation entre deux entités distinctes : d'un côté les affaires, les entreprises, et de l'autre la société. L'entreprise, comme le gestionnaire, ne sont pas des spectateurs désincarnés du monde qui les entourent, il en font partie et en dépendent étroitement, de même qu'un organisme dépend de son milieu³²². De leur interaction, et plus largement des interactions entre les individus et la communauté, émergent des valeurs. Le pragmatisme cherche justement à étudier les problèmes à partir de ce cadre conceptuel, qui s'oppose à un mode de pensée individualiste et propose une vision dynamique des relations entre l'individu, la communauté, et les valeurs qui se dégagent de cette interaction³²³. Cette approche amène ainsi ces auteurs à critiquer la théorie des parties-prenantes, fondée sur les mêmes préjugés individualistes, pour proposer un cadre conceptuel qui ne pense plus l'entreprise et les

³¹⁹ Rogene A. Buchholz et Sandra B. Rosenthal, « Business and Society : What's in a name », *The International Journal of Organizational Analysis*, vol. 5 no 2 (April), 1997, p. 180-201.

³²⁰ Buchholz et Rosenthal, *ibid.*, p. 184.

³²¹ Buchholz et Rosenthal, *ibid.*, p. 188. Les contributeurs majeurs de ce courant pragmatiste sont Peirce, James, Dewey, Mead et Lewis.

³²² Buchholz et Rosenthal, *ibid.*, p. 190.

³²³ Buchholz et Rosenthal, *idem*.

parties-prenantes (investisseurs, consommateur, citoyens, gouvernements, etc.) comme des entités séparées, mais en propose une compréhension relationnelle³²⁴. Une telle approche pragmatiste pourrait donc être une piste de recherche pour aller plus loin que les approches d'éthique normative présentées, qui ont leur intérêt, mais aussi leurs limites.

3.3. Directions dans lesquelles la recherche pourrait être poursuivie

. D'abord, il serait intéressant de travailler sur les dizaines d'indicateurs ESG produits par les agences de notation ESG, qui sont essentiellement des indicateurs de risque ou d'opportunité ESG, pour voir lesquels peuvent, de surcroît, avoir une dimension éthique. Cela permettrait une clarification des indicateurs ESG pour voir ceux qui relèvent seulement de la gestion du risque ESG, et ceux qui relèvent également de l'éthique.

. Une deuxième direction intéressante de recherche, plus modeste, serait de réactualisation l'analyse de Markowitz (2008) sur les entreprises les plus présentes dans les fonds ISR.

. De manière plus pratique, il pourrait être intéressant d'étudier les préférences éthiques des investisseurs, à partir des théories éthiques de ce travail, comme cela a déjà été fait en un sens, par certains auteurs, pour le conséquentialisme et le déontologisme³²⁵.

. De manière plus théorique, il serait intéressant de prolonger les réflexions de Markowitz sur les pratiques des entreprises et sur la possibilité pour celle-ci d'être « éthiques ». Cela pourraient mener à une réflexion sur différents type d'organisations : coopératives, fondations, ou « communs » (organisations collectives au-delà de l'État et du marché).

. Par ailleurs, cette réflexion sur la compatibilité entre éthique et investissement, qui nous conduit à entrevoir les limites de l'investissement responsable, pourrait mener à une réflexion plus large et plus approfondie sur le capitalisme et ses alternatives éventuelles,

³²⁴ Rogene A. Buchholz et Sandra B. Rosenthal, « Toward a Contemporary Conceptual Framework for Stakeholder Theory », *Journal of Business Ethics*, vol. 58, 2005, p. 137-148.

³²⁵ Sandberg et Nilsson, *op.cit.*

comme celles basées sur des « communs »³²⁶, qui sont des organisations de production et de gestion collective, qui tendent à s’émanciper de l’État et du marché.

. Enfin, comme nous l’avons mentionné dans le retour critique sur notre travail, il serait intéressant de réfléchir aux stratégies d’investissement les plus éthiques, non pas du point de vue de l’éthique normative que nous avons utilisée, mais de celui de l’approche pragmatiste, nouvelle dans le domaine de la réflexion sur les affaires et l’économie, comme le font des auteurs comme Buchholz et Rosenthal³²⁷ ou encore plus récemment, Simone de Colle et Jeffrey G. York, dans leur article « *Why Wine is not Glue ? The Unresolved Problem of Negative Screening in Socially Responsible Investing* »³²⁸. Ceux-ci, en critiquant l’application simpliste de filtres d’exclusion par type de produit, par exemple celui de l’alcool, montrent que l’application de tels filtres néglige beaucoup d’autres aspects des pratiques des entreprises concernées. Il citent ainsi le documentaire *Mondovino*, qui donne la parole à des producteurs de grands vin en France et en Italie : ceux-ci insistent sur la relation entre les hommes, le terroir et l’environnement (la terre, le soleil, l’eau) qu’implique la production d’un grand vin. Selon ces auteurs, cet exemple montre les limites des approches par des principes a priori, qui conduisent par exemple à exclure le vin, qui est certes dangereux consommé en excès, mais peut également, consommé modérément, avoir des vertus pour la santé, et reste lié à un contexte historique et culturel. Pour éviter de tels filtres simplistes, ils proposent un cadre d’analyse pragmatiste. Cette approche prend en compte trois facteurs : l’impact des produits des entreprises, leur environnement contingent, et les relations entre les parties-prenantes³²⁹. En conclusion, la réflexion à partir d’approches théoriques alternatives aux théories dominantes en éthique pourrait s’avérer fructueuse pour l’investissement responsable.

³²⁶ Élinor Ostrom, *Governing, The Commons The Evolution of Institutions for Collective Action*, Cambridge University Press, 1990.

³²⁷ Buchholz et Rosenthal, *op.cit.*, 1997 et 2005.

³²⁸ Simone de Colle et Jeffrey G. York, « *Why Wine is not Glue ? The Unresolved Problem of Negative Screening in Socially Responsible Investing* », *Journal of Business Ethics*, vol. 85, 2009, p. 83-95.

³²⁹ De Colle et York, *ibid.* Ces auteurs baptisent leur approche PRO.CE.ST (Product Impacts – Contingent Environment – Stakeholder Relationships)

Bibliographie

Abraham, Yves-Marie (2019). *Guérir du mal de l'infini*, Écosociété, 280 p.

Anders, Günther (1988). *Nous, fils d'Eichmann*, traduit de l'allemand par Sabine Cornille et Philippe Ivernel (1999), Paris, *Éditions Payot & Rivages*, 154 p.

Anscombe, Elizabeth (1958). « Modern Moral Philosophy », *Philosophy*, vol. 33, no 124.

Aristote. *Éthique à Nicomaque*, traduction française Jules Tricot (1990), Paris, *Librairie philosophique J.VRIN*, 577 p.

Association pour l'investissement responsable (AIR) Canada (2018). *Rapport de tendances de l'investissement d'impact canadien 2018*, 30 p.

Association pour l'investissement responsable (AIR) Canada (2018). *Rapport de tendances de l'investissement responsable canadien 2018*, 35 p.

Berry, Laura (2015). « Religious Investors and responsible investment », dans Hebb, Tessa, James P. Hawley, Andreas J.F. Hoepner, Agnes L. Neher et David Wood (dir.), *The Routledge Handbook of Responsible Investment*, New York, Routledge, p. 474-484.

Boillot, Hervé (2018). « Éthique » dans Boillot, Hervé (dir), *Le petit Larousse de la philosophie*, Paris, Larousse, p. 712.

Buchholz, Rogene. A. et Sadra B. Rosenthal (1997). « Business and Society: What's in a name », *The International Journal of Organizational Analysis*, vol. 5 no 2, p. 180-201.

Buchholz, Rogene A. et Sandra B. Rosenthal (2005). « Toward a Contemporary Conceptual Framework for Stakeholder Theory », *Journal of Business Ethics*, vol. 58, p. 137-148.

Clément, Élisabeth, Chantal Demonque, Laurence Hanse-Love et Pierre Kahn (2000). « Éthique », dans Laurence Hanse-Love (dir.), *La philosophie de A à Z*, Hatier, p. 151.

Cowton, Christopher. J. (1994). « The development of ethical investment products' », dans *ACT Guide to Ethical Conflicts in Finance*, Prindl A.R. et B. Prophan (dir.), Oxford, *Blackwell Publishers*, p. 213-232.

Daskal, Steven (2013). « Saving for Retirements Without Harming Others », *Journal of Business Ethics*, vol. 113, p. 147-156.

De Colle, Simone et Jeffrey G. York (2009). « Why Wine is not Glue? The Unresolved Problem of Negative Screening in Socially Responsible Investing », *Journal of Business Ethics*, vol. 85, p. 83-95.

Dembinski, Paul H, Jean-Michel Bonvin, Edouard Dommen, Jean-François Monnet (2003). « The Ethical Foundations of Responsible Investment », *Journal of Business Ethics*, vol. 48, p. 203-213.

Deneault, Alain (2017). *De quoi Total est-elle la somme ? Multinationales et perversion du droit*, Écosociété, 440 p.

Dietsch, Peter (2019). « Exit versus voice, options for socially responsible investment in collective pension plans », *Economics and Philosophy*. Cambridge University Press. Publié en ligne à : <https://www.cambridge.org/core/journals/economics-and-philosophy/article/exit-versus-voice-options-for-socially-responsible-investment-in-collective-pension-plans/6DE6BF3E0C3B1A40BB001B2361185E58>

Durand, G (1990). « Déontologie » dans Auroux, Sylvain (dir.), *II. Les notions philosophiques*, Tome 1, dans Jacob, André (dir.), *Encyclopédie philosophique universelle*, Presses universitaires de France, p. 596-597.

Eccles, Neil (2011). « New Values in Responsible Investment », dans Vandekerckhove, Wim, Jos Leys, Kristian Alm, Bert Scholtens, Silvana Signori et Henry Schäfer (dir.), *Responsible Investment in time of Turmoil, Issues in Business Ethics*, vol. 31, Springer, p. 19-34.

Entine, Jon (2003). « The Myth of Social Investing », *Organization & Environment*, Vol. 16, no 3, p. 352-368.

European Sustainable Investment Forum (2014). *European SRI study 2014*, 70 p.

European Social Investment Forum (2016). *European SRI study 2016*, 108 p.

European Social Investment Forum (2018). *European SRI study 2018*, 114 p.

Ferreira, Victor (2020, 25 mai). « Central bank asset purchases creating ‘fake markets’, analyst warns », *Financial post*, section *Investing*. Récupéré de : <https://financialpost.com/investing/central-bank-asset-purchases-creating-fake-markets-analyst-warns>

Gaut, Berys (2015). « Consequentialism » dans Audi, Robert (dir.), *The Cambridge Dictionary of Philosophy*, 3e éd, New York, Cambridge University Press, p. 201-202.

Global Impact Investing Network (2017). *Annual Impact Investor Survey 2017*, 62 p.

Global Impact Investing Network (2020). *2020 Annual Impact Investor Survey*, 79 p.

Global Sustainable Investment Alliance (2018). *Global Sustainable Investment Review 2018*, 26 p.

Godin, Christian (2004). « Déontologie » dans Godin, Christian (dir.), *Dictionnaire de philosophie*, Fayard, Éditions du temps, 2004, 1534 p.

Habermas, Jürgen (1981) *Théorie de l'agir communicationnel*, traduction française Jean-Marc Ferry et Jean-Louis Schegel (1987), Paris, Fayard.

Hebb, Tessa, James P. Hawley, Andreas J.F. Hoepner, Agnes L. Neher et David Wood (dir.) (2015), *The Routledge Handbook of Responsible Investment*, New York, Routledge, 739 p.

Irvine, William B. (1987). « The ethics of investing », *Journal of Business Ethics*, vol. 6, p. 233-242.

Jolly, Édouard (2017). *Günther Anders. Une politique de la technique* », Paris, Michalon Éditeurs, coll. Le bien commun, 125 p.

Carol Gilligan (1982). « In a different voice: Psychological theory and women's development », Cambridge, *Harvard University Press*.

Kant, Emmanuel (1785). « Fondements de la métaphysique des mœurs », traduction française Victor Delbos (1993), Paris, *Le Livre de Poche*, 256 p.

Lacroix, André et Allison Marchildon (2013). *Quelle éthique pour la finance ?*, Québec, Presses de l'Université du Québec, 252 p.

Lacroix, André et Allison Marchildon (2018). « Finance responsable : entre moralisation et réflexion éthique » dans Coggins, Frank, Claudia Champagne et Lyne

Latulippe, *Éléments de la finance durable : une perspective multidimensionnelle*, Montréal, Éditions Yvon Blais, p. 669-694.

Latouche, Serge (2006). *Le pari de la décroissance*, Fayard, 312 p.

Leys, Jos (2007) « Having a look at the effectiveness of SRI-endeavors », *Philosophica*, vol. 80, p. 121-130.

Louche, Céline et Stephen Lydenberg (2006). « Investissement socialement responsable : différences entre Europe et États-Unis », *Revue d'économie financière*, no 85, p. 81-105.

Markowitz, Linda (2008). « Can Strategic Investing Transform the Corporation ? », *Critical Sociology*, vol. 34, no 5, p. 681-707.

McKibben, Bill (2019, 17 septembre). « Money Is the Oxygen on Which the Fire of Global Warming Burns », *The New Yorker*, section *Daily Comment*. Récupéré de : <https://www.newyorker.com/news/daily-comment/money-is-the-oxygen-on-which-the-fire-of-global-warming-burns>

Mortier, Gaëtan (2013). *Finance éthique : le grand malentendu*, FYP éditions, coll. Stimulo, 96 p.

Novethic Research (2014). *Overview of ESG Rating Agencies*. Récupéré le 25 juillet 2020 de : https://www.novethic.com/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/2014_Overview-of-ESG-rating-agencies.pdf

Rainforest Action Network (2020). *Banking on Climate Change – Fossil Fuel Finance Report 2020*. Récupéré le 25 juillet 2020 de : https://www.ran.org/wpcontent/uploads/2020/03/Banking_on_Climate_Change_2020_vF.pdf

Rawls, John, (1971). *A Theory of Justice*, Harvard University Press, traduction française Catherine Audard, *Théorie de la justice* (1987), Éditions du Seuil, 672 p.

Revelli, Christophe (2012). « La place de l'investissement socialement responsable (ISR) dans le champ de la finance durable : proposition d'une grille de lecture », *La revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion*, vol. 47, no 258, p. 43-49.

Richardson, Benjamin (2009). « Keeping Ethical Investment Ethical: Regulatory Issues for Investing for Sustainability », *Journal of Business Ethics*, vol. 87, no 4, p. 555-572.

Roger, Crisp, « Ethics » dans *The Routledge Encyclopedia of Philosophy*. Site internet : <https://www.rep.routledge.com/about/about-rep>

Sandberg, Joakim, Carmen Juravle, Ted Martin Hedesström et Ian Hamilton (2009). « The Heterogeneity of Socially Responsible Investment », *Journal of Business Ethics*, vol. 87, no 519, p. 519-533.

Sandberg, Joachim et Jonas Nilsson (2015). « Do ethical investors want purity or effectiveness? An exploratory study on the ethical preferences of mutual fund investors », *Journal of Financial Services Marketing*, vol. 20, no 1, p. 34-45.

Schepers, Donald H. et S. Prakash Sethi (2003). « Do Socially Responsible Funds Actually Deliver What They Promise? », *Business and Society Review*, vol. 108, no 1, p. 11-32.

Schwartz, Mark S. (2003). « The “Ethics” of Ethical Investing », *Journal of Business Ethics*, vol. 43, p. 195-213.

Smith, Elliot (2020, 22 mai). « Central banks are creating ‘fake markets,’ Bank of America strategists say », CNBC, section *Markets*, Récupéré le 29 juin 2020 de : <https://www.cnbc.com/2020/05/22/central-banks-are-creating-fake-markets-bank-of-america-strategists-say.html>.

Sparkes, Russell (2001). « Ethical Investment: whose ethics, which investment? », *Business Ethics: A European Review*, vol. 10, no 3, p. 194-205.

UNPRI, United Nations Principles for Responsible investment (2018). *PRI Reporting Framework Main definitions*. Récupéré le 25 juillet 2020 de : <https://www.unpri.org/download?ac=1453>.

US-SIF, The Forum for Social and Responsible Investment (2018). *Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2018*.

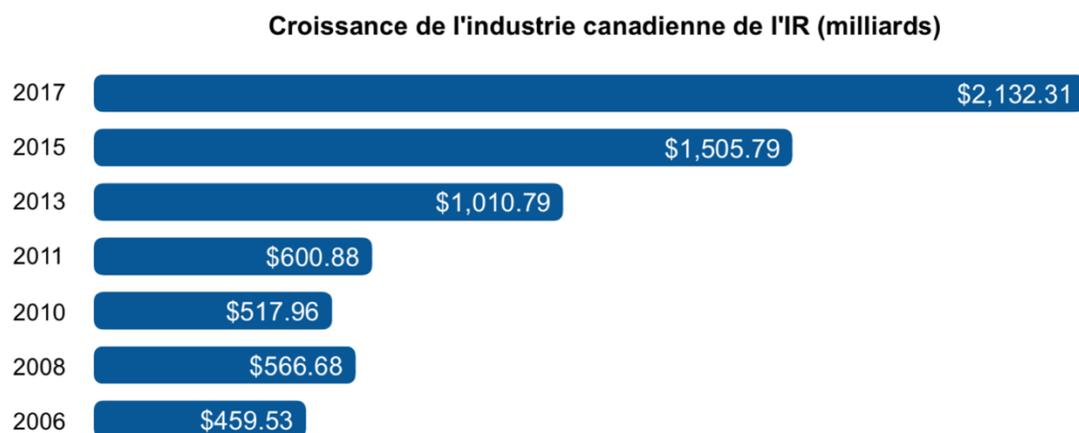
Viviers, S., J. K. Bosch, J.K, E.v.d.M. Smit et A. Buijs (2008). « Is responsible investing ethical? », *South African Journal of Business Management*, vol. 39, no 1, p. 15-25.

Watson, Robert (2011). « Ethical and socially responsible investment funds: Are they ethically and responsibly marketed? », *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 19, no 2, p. 100-110.

Weber, Max (1919). *Le savant et le politique*, traduction française par Julien Freund, (1959), Paris, Plon, 232 p.

Annexes

Annexe 1 : évolution de l'investissement responsable au Canada³³⁰ :



Annexe 2 : croissance des actifs sous gestion en investissement durable dans le monde³³¹ :

FIGURE 2: GROWTH OF SUSTAINABLE INVESTING ASSETS BY REGION IN LOCAL CURRENCY 2014–2018

				Growth Per Period		Compound Annual Growth Rate (CAGR) 2014–2018
	2014	2016	2018	Growth 2014–2016	Growth 2016–2018	
Europe	€ 9,885	€ 11,045	€ 12,306	12%	11%	6%
United States	\$ 6,572	\$ 8,723	\$ 11,995	33%	38%	16%
Canada (in CAD)	\$ 1,011	\$ 1,505	\$ 2,132	49%	42%	21%
Australia/New Zealand (in AUD)	\$ 203	\$ 707	\$ 1,033	248%	46%	50%
Japan	¥ 840	¥57,056	¥231,952	6692%	307%	308%

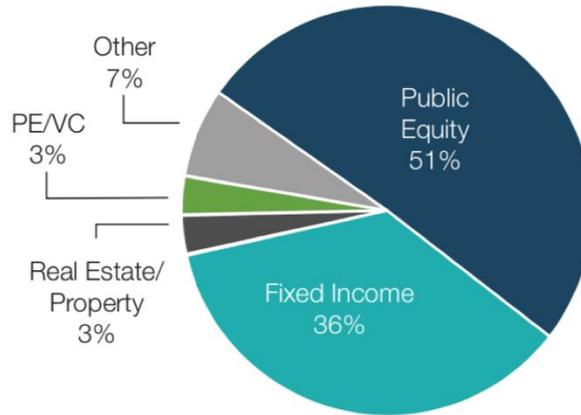
Note: Asset values are expressed in billions. All 2018 assets in this report are as of 12/31/17, except for Japan, whose assets are as of 3/31/18.

³³⁰ RIA Canada (2018). *Rapport de l'investissement responsable canadien 2018*, p. 6.

³³¹ Global Sustainable Investment Alliance (2018). *Global Sustainable Investment Review 2108*, p. 8.

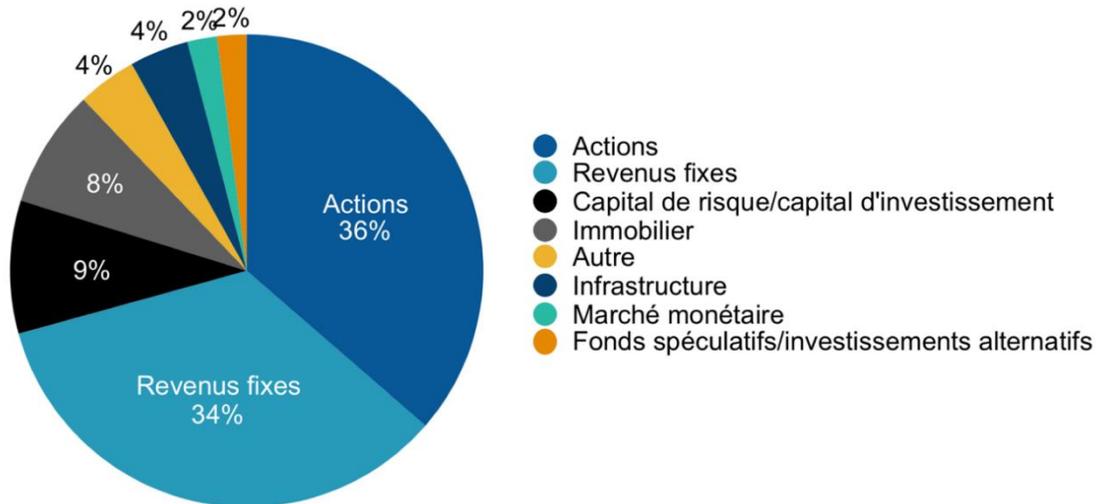
Annexe 3 : répartition des types d'actifs sous gestion en investissement responsable³³² :

FIGURE 9: GLOBAL SUSTAINABLE INVESTING ASSET ALLOCATION 2018



Note: Other includes hedge funds, cash/deposits, commodities, infrastructure, and not otherwise specified. Asset allocation data were not collected in Australia/New Zealand.

Annexe 4 : répartition des types d'actifs en investissement responsable au Canada³³³



³³² Global Sustainable Investment Alliance (2018). *Global Sustainable Investment Review 2018*, p. 12.

³³³ RIA Canada (2018). *Rapport de l'investissement responsable canadien 2018*, p. 12.

Annexe 5 : enjeux ESG selon les UNPRI³³⁴ :

ESG issues

Definition	ENVIRONMENT, SOCIAL AND GOVERNANCE ISSUES
<p>A definitive list of environmental, social and governance (ESG) issues does not exist. It would not be possible or desirable to produce a list, or a set of definitions, that claimed to be exhaustive or definitive. Any such list would inevitably be incomplete and would soon be out of date.</p> <p>Nonetheless, the table below provides examples of ESG issues, for guidance purposes. This is intended primarily for signatories who are relatively new to responsible investment and to the PRI. Some modules (e.g. Property) provides examples of ESG issues that are specific to that sector or asset class.</p>	
Environmental (E)	<p>Issues relating to the quality and functioning of the natural environment and natural systems. These include: biodiversity loss; greenhouse gas (GHG) emissions, climate change, renewable energy, energy efficiency, air, water or resource depletion or pollution, waste management, stratospheric ozone depletion, changes in land use, ocean acidification and changes to the nitrogen and phosphorus cycles.</p>
Social (S)	<p>Issues relating to the rights, well-being and interests of people and communities. These include: human rights, labour standards in the supply chain, child, slave and bonded labour, workplace health and safety, freedom of association and freedom of expression, human capital management and employee relations; diversity; relations with local communities, activities in conflict zones, health and access to medicine, HIV/AIDS, consumer protection; and controversial weapons.</p>
Governance (G)	<p>Issues relating to the governance of companies and other investee entities. In the listed equity context these include: board structure, size, diversity, skills and independence, executive pay, shareholder rights, stakeholder interaction, disclosure of information, business ethics, bribery and corruption, internal controls and risk management, and, in general, issues dealing with the relationship between a company's management, its board, its shareholders and its other stakeholders. This category may also include matters of business strategy, encompassing both the implications of business strategy for environmental and social issues, and how the strategy is to be implemented.</p> <p>In the unlisted asset classes governance issues also include matters of fund governance, such as the powers of Advisory Committees, valuation issues, fee structures, etc.</p>
<p>Numerous organisations and projects have identified ESG issues by sector, together with associated key performance indicators. Examples include:</p> <ul style="list-style-type: none"> • The European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS): KPIs for ESG - A Guideline for the Integration of ESG into Financial Analysis and Corporate Valuation • The CFA Institute: Environmental, Social and Governance Factors at Listed Companies - A Manual for Investors • UNEP FI and WBCSD: Translating environmental, social and governance factors into business value <p>ESG research providers and brokers are also well placed to provide advice in this area.</p>	

³³⁴ UNPRI (2018). *PRI Reporting Framework Main definitions*, p. 3. Récupéré le 25 juin 2020 de : <https://www.unpri.org/download?ac=1453>.

Annexe 6 : enjeux et thèmes ESG selon MSCI en 2015³³⁵ :

Figure 2 MSCI ESG Key Issue Hierarchy

3 Pillars	10 Themes	37 ESG Key Issues	
Environment	Climate Change	Carbon Emissions* Energy Efficiency Product Carbon Footprint	Financing Environmental Impact Climate Change Vulnerability
	Natural Resources	Water Stress* Biodiversity & Land Use	Raw Material Sourcing
	Pollution & Waste	Toxic Emissions & Waste* Packaging Material & Waste	Electronic Waste
	Environmental Opportunities	Opportunities in Clean Tech Opportunities in Green Building	Opp's in Renewable Energy
Social	Human Capital	Labor Management* Health & Safety*	Human Capital Development Supply Chain Labor Standards
	Product Liability	Product Safety & Quality Chemical Safety Financial Product Safety	Privacy & Data Security Responsible Investment Health & Demographic Risk
	Stakeholder Opposition	Controversial Sourcing	
	Social Opportunities	Access to Communications Access to Finance	Access to Health Care Opp's in Nutrition & Health
Governance	Corporate Governance*	Board** Pay**	Ownership** Accounting**
	Corporate Behavior	Business Ethics* Anti-Competitive Practices*	Corruption & Instability Financial System Instability

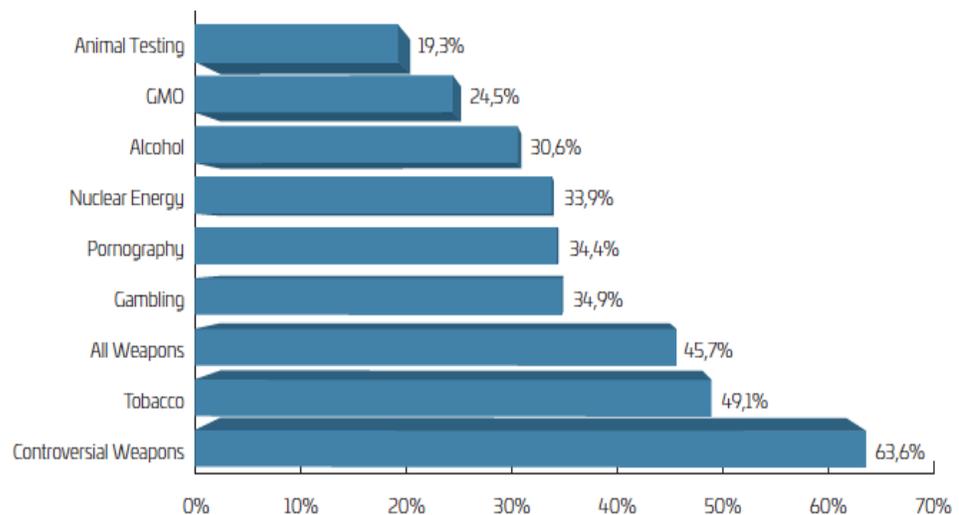
³³⁵ MSCI Methodology (2015), p. 4. Récupéré le 25 juin 2020 de : https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/Executive_Summary_MSCI_ESG_Ratings_Methodology.pdf

Annexe 7 : stratégies utilisées en investissement responsable - tableau de correspondance³³⁶ :

Eurosif	GSIA-equivalent	PRI-equivalent	EFAMA-equivalent
Exclusion of holdings from investment universe	Negative/exclusionary screening	Negative/exclusionary screening	Negative screening or Exclusion
Norms-based screening	Norms-based screening	Norms-based screening	Norms based approach (type of screening)
Best-in-Class investment selection	Positive/best-in-class screening	Positive/best-in-class screening	Best-in-Class policy (type of screening)
Sustainability themed investment	Sustainability-themed investing	Sustainability themed investing	Thematic investment (type of screening)
ESG integration	ESG integration	Integration of ESG issues	-
Engagement and voting on sustainability matters	Corporate engagement and shareholder action	Active ownership and engagement (three types): Active ownership Engagement (Proxy) voting and shareholder resolutions	Engagement (voting)
Impact investing	Impact/community investing	-	-

Annexe 8 : principaux critères d'exclusion en Europe³³⁷ :

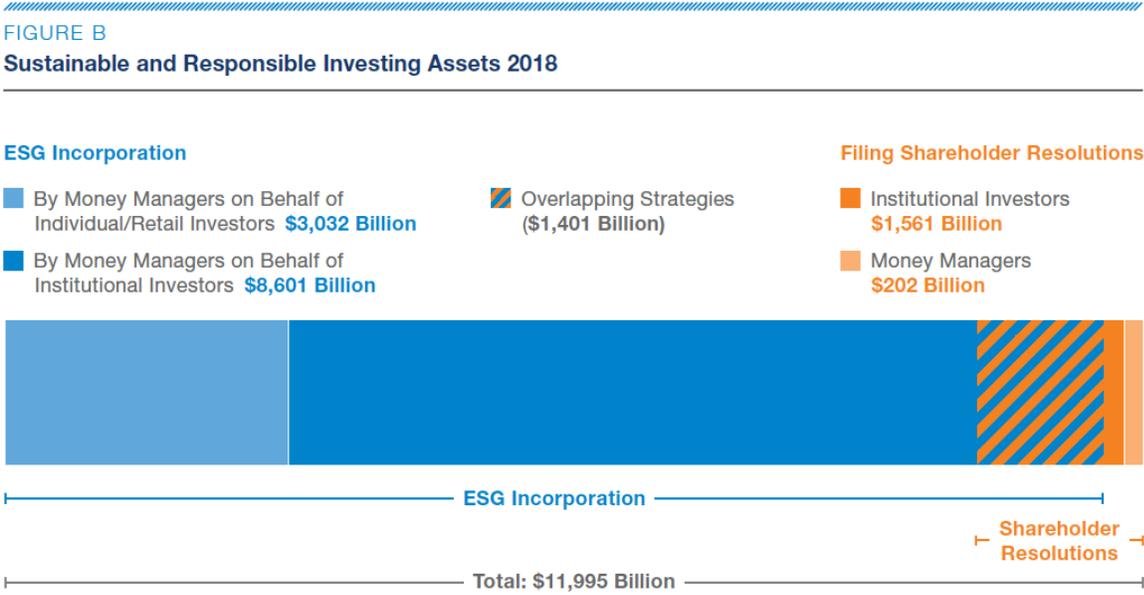
Figure 14: Top Exclusions Criteria



³³⁶ European Sustainable Investment Forum (2018). *European SRI study 2018*, p. 12.

³³⁷ European Sustainable Investment Forum (2018). *Ibid.*, p. 24.

Annexe 9 : répartition des stratégies de sélection ESG et de l'engagement actionnarial (dépôt de résolutions) aux États-Unis en 2018³³⁸ :

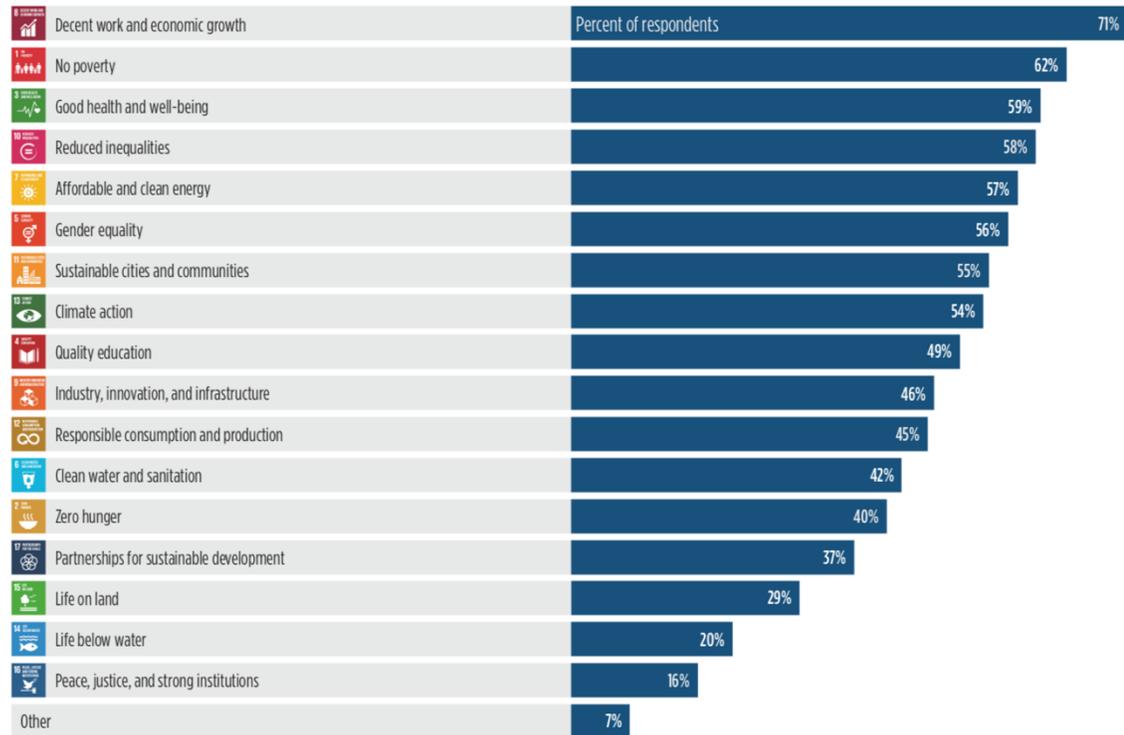


³³⁸ US-SIF, The Forum for Social and Responsible Investment (2018). *Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2018*, p. 2.

Annexe 10 : objectifs du développement durable de l'ONU utilisés en investissement d'impact³³⁹ :

Figure 35: SDG-aligned impact themes targeted by impact investors

n = 294; respondents could select multiple answer options.



Note: 'Other' target SDG-aligned impact themes include affordable housing, technology and innovation, small and medium-enterprise development, racial equity, and cross-cutting themes such as job creation, focus on stakeholders with disabilities, gender equality, and environmental conservation. Some respondents also noted that they do not proactively target SDG-aligned impact themes.

Source: GIIN, 2020 Annual Impact Investor Survey

³³⁹ Global Impact Investing Network (2020). *Annual Global Impact Investor Survey 2020*, p. 45.

Annexe 11 : Approches éthiques pour la prise de décision éthique en investissement responsable³⁴⁰ :

Table 2: Summary of ethical approaches to ethical decision making and their application to RI

Ethical approach to decision making	Key features	Application to RI
Ethical egoism	<ul style="list-style-type: none"> - Concerned with decisions and actions that will promote self-interest. - Might avoid actions that may help others. 	<ul style="list-style-type: none"> - Responsible investors will only invest in RIs if it promotes self interest. - Represents a weak form of moral investing.
Utilitarianism	<ul style="list-style-type: none"> - Decisions and actions are deemed ethical if they result in the greatest good for the greatest number. - Focuses on consequences rather than rules. - Sometimes overrides the rights of minorities. 	<ul style="list-style-type: none"> - Positive screening and cause-based investment strategies are favoured by utilitarian investors as the consequences of these strategies directly or indirectly increase the general happiness of corporate stakeholders and society at large.
Deontology	<ul style="list-style-type: none"> - Concerned with the moral principles, obligations, duties, rights and responsibilities. - Principles to be respected irrespective of the ends or consequences they produce. - Ignores circumstances. - Provides no hierarchy of responsibilities. 	<ul style="list-style-type: none"> - Deontological thinking forms the foundation of faith-based exclusionary screens as well as other RI strategies concerned with the protection of rights and social justice.
The ethic of care	<ul style="list-style-type: none"> - Focuses on nurturing close relations, particularly relations of dependency (i.e. key stakeholders) - Decision makers are seen as essentially relational and not individualistic. 	<ul style="list-style-type: none"> - Responsible investors carefully evaluate companies' stakeholder relations (by means of positive screening) and actively engage with management boards on ESG issues. They also finance causes or initiatives to uplift communities in need of socio-economic development.
Virtue ethics	<ul style="list-style-type: none"> - Focuses on being good and virtuous rather than merely doing good. - Concerned with the means by which individuals incorporate virtues such as honesty, fairness, truthfulness and benevolence into their characters. - Evaluates persons or companies' motives and attitudes rather than their actions. 	<ul style="list-style-type: none"> - Responsible investors evaluate corporate motives rather than actions and are willing to sacrifice current returns as they realise that companies that act virtuously (i.e. by managing ESG risks) only reap benefits in the long-term.
The conventional approach	<ul style="list-style-type: none"> - Decisions and actions are benchmarked against prevailing social norms of acceptability. - Culturally relative. 	<ul style="list-style-type: none"> - Responsible investors focus on prevailing ESG themes within a society.
Emotivism	<ul style="list-style-type: none"> - Personal feelings determine decisions regarding right and wrong. - Culturally relative. 	<ul style="list-style-type: none"> - RI seen as 'feel good' investing.

Source: Researchers' own construct.

³⁴⁰ Viviers, S., J. K. Bosch, J.K, E.v.d.M. Smit et A. Buijs (2008), *op.cit.*, p. 23.

Annexe 12 : compléments sur l’investissement d’impact

Cette annexe présente les points suivants :

1. Qui sont les investisseurs d’impact ?
2. Investissement d’impact et performance financière
3. Instruments financiers de l’investissement d’impact
4. Obligations vertes et obligations sociales

1. Qui sont les investisseurs d’impact ?

Si l’on consulte la dernière enquête du *Global Impact Investing Network (GIIN)*, l’organisme spécifiquement consacré à l’investissement d’impact au niveau global³⁴¹, celui-ci est pratiqué par des gestionnaires de fonds à but-lucratif (51% des répondants), à but non-lucratif (14%), des fondations (14%), des banques de développement (5%), des *family offices* – qui gèrent le patrimoine d’investisseurs fortunés (4%) ; divers institutions financières (3%), des fonds de pension et compagnies d’assurance (3%)³⁴² et dans une moindre mesure, des fonds d’institutions de développement communautaire, des ONG et des organismes à but non-lucratif³⁴³.

Notons que les sources de capital des gestionnaires d’actifs d’impact sont eux-mêmes issus : 1) de fonds de pension (18%), d’investisseurs particuliers (16%), d’institutions

³⁴¹ Global Impact Investing Network (2020), *Annual Impact Investor Survey 2020*, p. 1.

³⁴² Global Impact Investing Network (2020), *idem*.

³⁴³ Global Impact Investing Network (2020), *idem*.

financières diverses (15%), de compagnies d'assurances (8%) et de banques de développement (8%)³⁴⁴.

2. Investissement d'impact et performance financière

Au Canada, on retrouve la répartition des types d'investisseurs d'impact suivante³⁴⁵ :

Actifs d'impact par type d'organisation

Organisation	Actifs (millions)
Fonds/gestionnaires de fonds d'impact	\$7,894.4
Coopératives de crédit	\$4,645.5
Finance solidaire du Québec	\$1,179.2
Organismes de finance communautaire	\$337.5
Institutions financières autochtones	\$329.0
Autre	\$8.5
Développement des communautés/CBDC	\$301.7
Sans but lucratif (pas de fondation)	\$135.6
Fondations	\$118.6
Coopératives	\$90.5
Autre	\$50.0
TOTAL	\$14,752.9

Parmi ces différents types d'investisseurs, on voit que tous n'ont pas les mêmes exigences de rendement : certains, comme les fonds et gestionnaires d'impact à but lucratif, visent généralement des rendements équivalents à ceux du marché, alors que les gestionnaires de fonds à but non-lucratif, les organismes communautaires ou de finance solidaire et les

³⁴⁴ Global Impact Investing Network (2020), *op.cit.*, p. 25.

³⁴⁵ RIA canada (2018). *Rapport de tendance de l'investissement d'impact canadien 2018*, p. 10.

fondations visent plutôt des retours d'investissement inférieurs à ceux du marché, voire seulement la conservation du capital³⁴⁶.

On peut comprendre que de telles organisations, du fait de leurs valeurs ou de leurs missions, acceptent plus volontiers un rendement faible ou nul, à condition de réaliser l'impact social et environnemental qui est visé. De fait, la plupart des investisseurs interrogés reconnaissent le rôle de l'investissement à des taux de rendement inférieurs à ceux du marché, qui peut conduire à des impact sociaux et environnementaux spécifiques³⁴⁷.

Justement, une manière de classer les investisseurs d'impact consisterait à distinguer les retours financiers qu'ils visent : environ les deux tiers, selon l'enquête 2020 du GIIN (67%) visent un rendement égal à celui du marché, 18% d'entre eux visent des rendements légèrement inférieurs à ceux du marché, et 16% des rendements plus proches de la seule préservation du capital³⁴⁸.

Or, on peut remarquer que les investisseurs d'impact qui consentent à investir avec des rendements inférieurs à ceux du marché sont justement ceux qui se préoccupent le plus de l'impact, qui est « très important » pour 87% d'entre eux³⁴⁹. Cette différence pourrait nous amener à esquisser une typologie des investisseurs d'impact : il semble en effet y avoir une catégorie d'investisseurs plus préoccupés par le rendement financier et moins soucieux de la mesure d'impact, et une autre catégorie moins préoccupés par le rendement mais plus par la mesure d'impact social et environnemental.

3. Les instruments financiers de l'investissement d'impact

Alors que les autres stratégies d'IR se concentraient principalement sur les actions et les obligations cotées en bourse, sur les marchés secondaires, l'investissement d'impact tend à se concentrer sur les investissements directs, destinés à financer les projets et les

³⁴⁶ Global Impact Investing Network (2020), *Annual Impact Investor Survey 2020*, p. 58.

³⁴⁷ Global Impact Investing Network (2020), *ibid*, p. 14.

³⁴⁸ Global Impact Investing Network (2020), *ibid*, p. 4.

³⁴⁹ Global Impact Investing Network (2017), *Annual Impact Investor Survey 2017*, p. 31.

organisations, comme l'illustre la répartition des classes d'actifs des investissements d'impacts³⁵⁰.

. En effet, 58 % des investisseurs d'impact, représentant 21% des actifs sous gestion ont participé à des financements de type « *private debt* »³⁵¹, ce qui renvoie à des prêts concédés de gré à gré par diverses institutions (coopératives de crédit, banques de développement, fondations, OBNL) à des organisations, sans passer par les marchés boursiers, ni par des banques au sens courant du terme. En investissement d'impact, ces prêts doivent servir à financer des projets ou des organisations visant un impact social ou environnemental. Il peut s'agir par exemple de prêts à taux préférentiels.

. Par ailleurs, le financement de capital privé – *private equity* – pratiqué par 70% des investisseurs d'impact, représentant 17% des actifs sous gestion en investissement d'impact, consiste en un financement direct d'entreprises non-cotées sur les marchés financiers, en prenant une participation directe dans le capital. Cela permet à la fois de financer directement des entreprises dont on pense qu'elle peuvent avoir un impact social ou environnemental valable, et d'influencer le management de l'entreprise et donc d'avoir un impact tangible sur les pratiques de l'entreprise.

Au-delà de ces types d'investissement pratiqués par la grande majorité des investisseurs d'impact, on retrouve d'autres actifs, qui peuvent être cotés sur les marchés financiers :

. Les titres de dettes qui font l'objet d'une cotation sur les marchés financiers publics – *publicly traded debt* – par exemple les obligations émises par les États, les villes, ou les entreprises (15% des investisseurs d'impact, 17% des actifs sous gestion)

. Les actions publiques – *public equity* – sont les actions cotées sur les marchés boursiers publics, accessibles à tous les investisseurs (17% des investisseurs d'impact, 19% des actifs sous gestion).

On peut être étonné de la présence d'actions publiques (19% des montants) et d'obligations (17% des montants) dans les investissements d'impact, puisque ces

³⁵⁰ Global Impact Investing Network (2020), *Annual Impact Investor Survey 2020*, p. 36.

³⁵¹ United Nations Principles for Responsible investment (UN-PRI), *Private debt overview*. Récupéré le 25 juin 2020 à l'adresse : <https://www.unpri.org/private-debt/an-overview-of-private-debt/4057.article>

investissements sont peu susceptibles d'influencer les pratiques des entreprises, et donc d'avoir un impact, étant cotés sur des marchés secondaires, ne servant donc pas à un financement direct. Dans ce cas, il s'agit en fait d'investissements dans des entités qui ont explicitement des objectifs d'impact social ou environnemental : on peut penser à certaines entreprises sociales. Le problème est ici le risque d'éco-blanchiment et de socio-blanchiment, du fait de la difficulté à mesurer cet impact. Cela nous amène à un autre aspect important de cette section : la question de la mesure d'impact et les risques de « blanchiment d'impact ».

4. Le cas des obligations vertes et des obligations sociales

Par ailleurs, les fonds ISR, en particulier ceux qui pratiquent l'investissement d'impact, peuvent intégrer dans leurs portefeuilles des obligations vertes, permettant de viser un impact environnemental souvent mesurable. Ces obligations financent des projets en faveur de l'environnement, comme la rénovation de logements pour des économies d'énergie ou des projets de remplacement des énergies fossiles par des énergies renouvelables. En effet, du fait de la crise écologique, ces *Green bonds* semblent destinés à prendre de plus en plus d'importance dans les prochaines années : selon un article relativement récent paru dans la revue *Nature*³⁵², l'émission massive d'obligations vertes constituerait l'une des six mesures urgentes à prendre pour éviter un réchauffement planétaire dépassant les 2 degrés.

De fait, les émissions d'obligations ont considérablement augmenté ces dernières années, dans le monde et au Canada, où elle ont été émises par les provinces du Québec et de l'Ontario, par l'Office d'investissement du Régime de pension du Canada - plus important investisseur institutionnel du Canada ou encore par l'assureur Manuvie³⁵³. Les premières obligations vertes accessibles aux investisseurs particuliers au Canada (en financement direct) ont été rendu accessibles par Co-power³⁵⁴. Ces projets concernaient par exemple

³⁵² Figueres et al (2017). « Three years to safeguard our climate », *Nature*.

³⁵³ AIR Canada (2018). *Rapport de tendances de l'investissement responsable canadien 2018*, p. 25.

³⁵⁴ AIR Canada (2018), *idem*.

l'installation de systèmes géothermiques résidentiels ou des parc de panneaux solaires au Canada, d'économies d'énergies dans des logements d'habitation³⁵⁵

Certes, les chiffres indiqués en termes d'économie de CO2 peuvent être discutés, dans le cas des panneaux solaires, étant donné que le processus fabrication de ces panneaux solaires produit des gaz à effet de serre provoquant beaucoup plus de gaz à effet de serre que le CO2. Cependant, au-delà des débats sur les énergies renouvelables, leurs avantages et leurs limites, les obligations vertes consistent dans le financement de projets de préservation de l'environnement, visant des impacts mesurables - même si ces mesures d'impact peuvent être débattues, par exemple concernant la réduction des émissions de CO2 (exemple des débats autour des panneaux solaires). En effet, il importe de garder à l'esprit que l'expression « obligations vertes » n'est pas à l'abri des pratiques d'éco-blanchiment, puisque des controverses ont eu lieu par rapport à de tels projets qui conduisaient à des destruction environnementales, par exemples dans des cas de destructions de forêts pour mettre en place de tels projets.

Malgré tout, de plus en plus de label se mettent en place pour vérifier que ces projets peuvent réellement être qualifiés de projets « environnementaux » comme la *Climate Bonds Initiative*³⁵⁶, ou les *Green Bond Principles*³⁵⁷. Néanmoins, il faut noter que ceux-ci restent sur base volontaire : le respect de ces principes n'a rien de contraignant. Parallèlement, de nombreux investissements d'impact sont dirigés vers la réalisation de projets sociaux : on parle désormais de *Social Bonds* ou « obligations sociales » pour qualifier ces prêts destinés à financer des projets à visée sociale. Il s'agira donc de réaliser des prêts, souvent à des taux avantageux, ou à des destinataires qui ont de des difficultés à se financer auprès des banques, pour permettre la réalisation de ces projets. L'investissement d'impact rejoint ici l'investissement communautaire.

³⁵⁵ Voir le site internet de CoPower : https://copower.me/fr/obligations_vertes, « Prêts des projets d'énergie propre », p. 2, « Synthèse de l'impact ».

³⁵⁶ Voir le site web <https://www.climatebonds.net/market/best-practice-guidelines>

³⁵⁷ Voir le site web de l'ICMA : <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>

Annexe 13 : questions autour du désinvestissement des énergies fossiles

Si les principes écologiques semblent de plus en plus partagés, on constate cependant un décalage entre d'un côté les croyances d'un grand nombre de citoyens, qui sont aussi, de facto, des investisseurs - ne serait-ce qu'à travers leur fonds de retraite - et d'un autre côté, les institutions financières et fonds de retraites. Comme le souligne l'article de Peter Dietsch³⁵⁸, la gestion du fonds de retraite collectif de l'Université de Montréal peut être critiqué, car un certain nombre d'investissements ne respectent pas les principes éthiques de nombreux participants à ce régime, comme le montre l'étude de 2018 citée par l'auteur. Une majorité des participants interrogés souhaitaient désinvestir de certains secteurs, comme les énergies fossiles ou l'industrie de l'armement, qui ne correspondent pas à leurs valeurs. Pourtant, en 2019, ce fonds de retraite collectif continuait à détenir des parts de *Suncor* et de grandes compagnies d'armement³⁵⁹. Actuellement, divers mouvements prônent le désinvestissement des énergies fossiles, surtout dans les universités. C'est le cas de *Divest Mc Gill*³⁶⁰ ou de *Sortons la Caisse du carbone*³⁶¹, qui demande à la Caisse de dépôts et placement du Québec, l'un plus grands investisseurs au Canada en termes d'actifs sous gestion, de désinvestir des énergies fossiles.

On constate donc une dissonance entre les principes déontologiques de nombreux investisseurs des fonds de retraite collectifs, et les placements réalisés par ces fonds. Mais pourquoi est-ce si difficile pour ces initiative de modifier les pratiques des financiers ?

Nous pouvons, semble-t-il identifier, trois grandes raisons : *premièrement*, les salariés concernés sont souvent ignorants des investissements faits en leur nom, d'où l'importance d'amener ces questions sur la place publique ; *deuxièmement*, ces questions sont souvent considérées comme techniques, réservées aux spécialistes de la finance, et suscitent peu d'intérêt, les gens faisant implicitement confiance aux financiers pour gérer leur argent ; *troisièmement*, une contrainte légale pèse sur les gestionnaires de placement de ces fonds, le « devoir de fiduciaire », qui consiste en une obligation de gérer les sommes qui leurs

³⁵⁸ Dietsch, *op.cit.*, p. 7.

³⁵⁹ Dietsch, *idem*.

³⁶⁰ Site internet : <https://www.divestmcmcgill.com/>

³⁶¹ Site internet : <http://sortonslacaisseducarbone.org/>

sont confiées « dans le meilleur intérêt des bénéficiaires », compris au sens de « meilleur intérêt financier ». Or, le principe de diversification déjà mentionné, ainsi que les forts rendements de l'industrie extractive, conduisent les gestionnaires à poursuivre ces placements, car ils maximisent les rendements, et donc les montants qui seront versés aux futurs retraités. Tel est l'enjeu souligné en particulier par Benjamin Richardson dans son article *Keeping Ethical Investment Ethical: Regulatory Issues for Investing for Investing for Sustainability*³⁶². Il faudrait selon lui modifier la législations en vigueur entourant ce devoir, afin de le réinterpréter clairement pour qu'il ne se limite plus à « l'intérêt financier ». L'intérêt des bénéficiaires pourrait très bien, par exemple, intégrer la préservation des écosystèmes et la limitation du réchauffement climatique, voire des devoirs envers les génération futures. Dans ce contexte, la discipline de l'éthique environnementale, qui peut justifier de tels devoirs, pourrait être des plus fructueuses.

³⁶² Richardson, *op.cit.*