

## L'ISR imposé aux gérants de portefeuille : big bang ou coup d'épée dans l'eau de la loi Grenelle II ?

Etude par Ivan TCHOTOURIAN

maître de conférences (université de Nantes)

membre de l'I.R.D.P. (E.A. 1166, université de Nantes)

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

ancien titulaire de la Bourse de recherche Lavoisier EGIDE

### Sommaire

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

**1.** - L'article 224 de la loi portant engagement national pour l'environnement, dite « loi Grenelle II », adoptée le 12 juillet 2010, est venu enrichir la thématique de l'investissement socialement responsable (ISR). Peu d'études juridiques ont été jusqu'à présent consacrées à l'ISR dans le droit français<sup>Note 2</sup>. L'actualité réglementaire intervenue au cours de cet été démontre la nécessité de modifier cet état de fait et de suivre en cela la littérature juridique anglo-saxonne qui s'est développée concernant ce domaine depuis de nombreuses années. Face à l'accroissement du marché de l'ISR, une des interrogations a été de déterminer si un tel investissement était compatible avec les devoirs fiduciaires des gestionnaires de portefeuille envisagés dans la *common law*<sup>Note 3</sup>.

**2. - ISR, investisseurs institutionnels et sociétés de gestion.** - Au-delà de la dénomination du marché<sup>Note 4</sup>, l'expression ISR exprime des réalités diverses<sup>Note 5</sup> :

- Intégration dans une décision d'investissement de considérations éthiques, religieuses, sociales, sociétales ou environnementales (*community investing*) ;
- Exclusion de certains investissements considérés comme contestables (fonds d'exclusion ou *negative screening*) ;

- Investissement financier dans le capital de sociétés répondant à une sélection financière et extra-financière basée sur des critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance (fonds ISR ou *positive screening*) ;

- Comportement proactif d'investisseurs afin de faire évoluer la direction de l'entreprise *via* le dialogue direct, l'exercice des droits de vote en assemblées générales et/ou le dépôt de résolutions lorsque le dialogue est infructueux (activisme actionnarial ou *shareholder advocacy*).

Cette complexité de l'ISR - confirmant finalement son caractère de concept en devenir<sup>Note 6</sup> - s'intensifie par le fait que des actifs divers se retrouvent au sein de ces différents types de fonds, les fonds ISR pouvant être investis sur le marché des actions, le marché obligataire et/ou le marché monétaire. Dans la gestion des actifs financiers qui sont investis dans les entreprises, l'ISR impose *a minima* une prise en considération de critères autres que financiers<sup>Note 7</sup> par les gérants de l'épargne collective que sont les investisseurs institutionnels<sup>Note 8</sup>. Les études les plus récentes révèlent, en effet, que la majorité de la finance ISR est le fait des investisseurs institutionnels<sup>Note 9</sup>. Ces investisseurs peuvent alors confier la gestion financière, administrative et comptable de leurs produits financiers à des sociétés de gestion de portefeuille d'investissement<sup>Note 10</sup>. Prestataires de services d'investissement et gérantes d'un capital pour le compte de tiers, les sociétés de gestion sont agréées à cet effet par l'Autorité des marchés financiers (AMF) et s'engagent à gérer de manière indépendante et dans l'intérêt exclusif de l'investisseur les sommes qui leur sont confiées<sup>Note 11</sup>. Dans le cas d'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)<sup>Note 12</sup>, son fonctionnement est assuré par deux organes : un gestionnaire (la société de gestion de portefeuille) et un dépositaire<sup>Note 13</sup>.

**3. - Réflexions sur la gouvernance des investisseurs institutionnels.** - À l'instar de ce qu'écrit le professeur Pérez<sup>Note 14</sup>, l'ISR présente des liens ténus avec la gouvernance d'entreprise<sup>Note 15</sup> et l'*accountability*. Les épargnants soucieux d'effectuer un investissement responsable ne pourront vérifier le bien fondé de leurs actions que si les dirigeants des entreprises concernées sont incités à adopter un comportement socialement responsable (condition de gouvernance) et que s'ils sont amenés à en rendre compte (condition d'*accountability*). Au regard de l'intermédiation croissante et du rôle joué par les investisseurs institutionnels<sup>Note 16</sup>, il s'avère essentiel que les épargnants bénéficient d'une information pertinente sur la gouvernance assurée par les gestionnaires en charge de l'épargne collective. Si les gérants doivent agir dans l'intérêt de leurs clients<sup>Note 17</sup>, ils doivent en parallèle respecter des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance, c'est-à-dire, les valeurs véhiculées par leurs **fonds d'investissement**<sup>Note 18</sup>. Or, ce sujet de la gouvernance des **fonds d'investissement** fait l'objet depuis quelques années d'une préoccupation croissante aux échelons nationaux et internationaux<sup>Note 19</sup>. Le débat se trouve facilité par la remise en question de l'efficacité des gestionnaires de fonds à sélectionner, à contrôler et à évaluer les entreprises dans lesquelles ils investissent<sup>Note 20</sup>. La tempête financière illustre cette crise de confiance et donne aux législateurs l'occasion d'intervenir pour assainir certaines pratiques et favoriser l'investissement à long terme<sup>Note 21</sup> dont fait partie l'ISR. En se concentrant sur la gouvernance des fonds de placement de l'épargne collective, la loi *Grenelle II* s'inscrit dans ce débat contemporain et constitue un facteur d'évolution des marchés financiers facilitant la promotion de l'ISR<sup>Note 22</sup>.

**4. -** Eu égard à l'enjeu vital pour l'économie du XXI<sup>e</sup> siècle que représente l'ISR<sup>Note 23</sup>, son encadrement résultant de la loi *Grenelle II* doit être apprécié afin de déterminer si les instruments juridiques sont aptes à répondre à cet enjeu du futur. Après avoir présenté l'évolution législative intervenue (1), la pertinence de cette mesure gouvernementale sera débattue (2) et la question de l'orientation de la France en faveur de la croissance verte décryptée (3).

## **1. Présentation de l'article 224 de la loi *Grenelle II***

5. - Ayant pour objet de renforcer la gouvernance des **fonds d'investissement**, l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier, modifié par l'article 224 de la loi *Grenelle II* témoigne, pour la première fois en France, d'une appréhension réglementaire de la gestion ISR (B). Cette évolution de la législation rompt avec la timidité qui caractérisait jusqu'à présent la situation française (A).

### **A. - Situation antérieure : une transparence relative des fonds de placement**

6. - Depuis 2001, il existe un cadre législatif français en rapport avec l'ISR. Deux lois ont en effet introduit des références à ce type de placements<sup>Note 24</sup>. Il s'agit de la loi n° 2001-624 du 17 juillet 2001 qui institue le Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR)<sup>Note 25</sup> et de la loi n° 2001-152 du 19 février 2001 sur l'épargne salariale<sup>Note 26</sup>. Ces deux textes contiennent des dispositions incitant à prendre en compte des critères sociaux et environnementaux non seulement dans les politiques d'investissement du FRR, mais encore dans l'épargne salariale.

7. - En comparaison, il n'y avait jusqu'à maintenant aucun cadre juridique similaire pour les OPCVM<sup>Note 27</sup>. Le législateur français ne s'était pas pour autant totalement désintéressé de la gestion collective comme l'attestent les articles L. 533-22 du Code monétaire et financier<sup>Note 28</sup> et 314-100 et suivants du Règlement général de l'AMF<sup>Note 29</sup>. Antérieurement à ces initiatives réglementaires, certaines associations professionnelles avaient déjà exigé des gestionnaires d'actifs une politique de transparence. Ainsi, l'Association française de la gestion financière (AFG) représentant les professionnels de gestion d'actifs pour compte de tiers attachait une importance à l'exercice du droit de vote<sup>Note 30</sup> et avait préconisé dès 1997 que les sociétés de gestion élaborent une politique de vote intégrant les critères de vote des résolutions<sup>Note 31</sup>.

### **B. - Changement de cap : Code de transparence et loi *Grenelle II***

8. - Les années 2009 et 2010 témoignent d'une modification du paysage juridique marqué par une intensification et un durcissement des initiatives pro-ISR, qu'il s'agisse de positions émanant d'organisations professionnelles (1) ou du législateur (2).

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

9. - En décembre 2009, l'AFG et le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) ont approuvé le Code européen de transparence pour les fonds ISR ouverts au public<sup>Note 32</sup>. Rendu obligatoire pour tous les fonds, ce code requiert des sociétés de gestion signataires d'améliorer la lisibilité et la transparence de la démarche des fonds ISR vis-à-vis des investisseurs. Pour arriver à ce résultat, il est demandé aux sociétés de gestion de portefeuille d'investissement de respecter six principes. Parmi ceux-ci, trois peuvent être signalés. Le principe n° 2 (critères d'investissement ESG) impose aux gestionnaires d'être clairs au sujet de l'objectif poursuivi par le ou les fonds et de leurs critères d'investissement environnemental, social et de gouvernance. Le principe n° 3 (processus d'analyse ESG) recommande aux gestionnaires de fournir des informations claires sur le processus d'analyse environnemental, social et de gouvernance de leurs investissements. Le principe n° 6 (politique de vote) exige une transparence des gestionnaires de portefeuille concernant leur politique de vote.

## 2° Nouvel article L. 214-12 du Code monétaire et financier

**10.** - L'article 224 de la loi *Grenelle II* vient compléter l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier par un alinéa ainsi rédigé : « *Les sociétés d'investissement à capital variable et les sociétés de gestion mentionnent dans leur rapport annuel et dans les documents destinés à l'information de leurs souscripteurs les modalités de prise en compte dans leur politique d'investissement des critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance. Elles précisent la nature de ces critères et la façon dont elles les appliquent selon une présentation type fixée par décret. Elles indiquent comment elles exercent les droits de vote attachés aux instruments financiers résultant de ces choix* ». La réforme de l'été 2010 oblige les gérants de portefeuilles et les SICAV autogérées à indiquer, dans leur rapport annuel et dans les documents à destination des souscripteurs, la prise en compte des préoccupations du développement durable et à préciser la manière dont ils le font<sup>Note 33</sup>. En d'autres termes, la loi pose le principe d'un droit à une information *a priori* et *a posteriori* au profit des actionnaires et des porteurs de parts. Il s'agit d'une obligation de transparence<sup>Note 34</sup> pour permettre aux investisseurs de distinguer les OPCVM retenant une approche sociale et environnementale des autres OPCVM. Mais le texte va plus loin en rendant obligatoire la prise en compte de critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux ou de qualité de gouvernance dans la politique d'investissement des SICAV ou des sociétés de gestion. L'élaboration de l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier nous amène à adopter cette interprétation. Le processus législatif révèle, en effet, le volontarisme et le dynamisme qui ont entouré la rédaction de l'article 224. Force est de constater que cette rédaction est différente de la formulation de l'exposé des motifs<sup>Note 35</sup> qui visait les sociétés d'investissement à capital variable et les sociétés de gestion de manière alternative, n'imposait de communication qu'à travers le rapport annuel et n'avait pas prévu à la charge des OPCVM une véritable obligation de prendre en compte des critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux ou de qualité de gouvernance<sup>Note 36</sup>. Contrairement au projet de loi, il ne s'agit donc plus de mentionner s'il y a eu prise en compte, mais les modalités de cette prise en compte, ce qui enlève *a fortiori* la liberté dont disposaient les gérants de portefeuille d'utiliser des critères ESG dans leurs choix d'investissement<sup>Note 37</sup>. Ce caractère obligatoire a d'ailleurs été rappelé dans un rapport faisant un compte-rendu des travaux de la commission du développement durable à l'Assemblée nationale du 9 avril 2010<sup>Note 38</sup>. Toutefois, la réglementation française ne stipule pas la façon dont les gérants doivent prendre en compte les questions ESG dans leurs décisions d'investissement. Les gérants demeurent libres de poser leurs critères d'investissement dans la limite du respect des exigences légales et réglementaires<sup>Note 39</sup>.

**11.** - Cette réforme française s'avère loin d'être isolée, notamment lorsqu'est abordé le thème de la gouvernance des plans de retraite. D'une part, diverses instances et organisations internationales ont adopté des dispositions favorisant l'ISR. Les régulations d'ordre privé et d'ordre public se sont complétées pour que les critères sociaux et environnementaux prennent corps dans les décisions d'investissement. Premièrement, les principes des Nations unies pour l'investissement responsable<sup>Note 40</sup>, les principes de l'Équateur<sup>Note 41</sup> et les lignes directrices de l'OCDE<sup>Note 42</sup> constituent autant d'initiatives appartenant à la sphère privée<sup>Note 43</sup>. Deuxièmement, différents textes européens relevant du champ de la régulation publique instituent une obligation de *reporting* concernant les produits d'investissement<sup>Note 44</sup>. D'autre part, une majorité d'États s'est faite le relais de cette normalisation polysémique en modifiant, avec une intensité toutefois variable, leur cadre juridique de la gestion d'épargne collective<sup>Note 45</sup>. En réaction à la décision *Cowan v. Scargill* de 1985, le Royaume-Uni a été le premier pays à mettre l'accent sur les devoirs de prudence et de responsabilité fiduciaire des gestionnaires de fonds institutionnels au travers d'une publication obligatoire des considérations sociales, environnementales et éthiques dans les stratégies d'investissement des plans

de retraite professionnels. L'ordonnance « *The Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005* » a précisé que les administrateurs d'une société d'investissement devaient assurer l'élaboration et la révision périodique d'une déclaration de principes d'investissement. Ces informations doivent mentionner la mesure (s'il y a lieu) dans laquelle les considérations sociales, environnementales et éthiques sont prises en compte dans la sélection, la réserve et la réalisation des investissements. La politique en rapport avec l'exercice des droits (y compris le droit de vote) attachée aux investissements doit enfin être également divulguée. D'autres pays européens ont embrayé le pas comme le Danemark, l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Italie ou encore la Suède<sup>Note 46</sup>. En dépit de la multitude de ces initiatives, force est de constater que toutes ne concernent pas la transparence ISR des politiques de placement et d'exercice des droits de vote des investisseurs institutionnels et que, lorsqu'elles l'abordent, la solution varie suivant l'acteur concerné. De plus, la France a été bien au-delà en imposant aux gestionnaires d'épargne collective une obligation d'intégrer des critères extra-financiers<sup>Note 47</sup>.

## **2. Appréciation critique de l'innovation introduite par la loi Grenelle II**

**12.** - À l'aune de ces observations, l'instauration d'une obligation et d'une transparence renforcée en matière de gestion collective semble être source de précieuses opportunités (A). Toutefois, l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier amène à s'interroger sur un certain nombre d'éléments remettant en cause sa pertinence (B).

### **A. - Le temps des certitudes**

**13. - Accroissement de la responsabilisation, complément du cadre législatif existant et effet positif potentiel.** - L'article 224 de la loi *Grenelle II* constitue une avancée considérable en venant compléter le cadre juridique applicable à l'ISR<sup>Note 48</sup>. Tout d'abord, la France se dote d'un dispositif d'une portée ambitieuse qui vise des acteurs du marché plus larges que ceux des législations étrangères. En effet, alors que ces dernières se concentrent essentiellement sur la situation des plans de retraite, le régulateur français encadre désormais la situation des gestionnaires de portefeuille d'investissement (SICAV et sociétés de gestion) après s'être occupé en 2001 des gestionnaires des retraites et de l'épargne salariale. Le nouveau texte se place au sein des dispositions communes aux OPCVM et pose, en conséquence, une règle générale<sup>Note 49</sup>. Au regard de l'importance économique des OPCVM en France<sup>Note 50</sup>, cette innovation est loin d'être anodine puisqu'il existe désormais, en France, des dispositions relatives à la prise en compte de critères ESG dans le processus d'investissement. Ensuite, le droit responsabilise les gestionnaires de fonds en intégrant les critères extra-financiers dans l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier et en garantissant le respect à travers une pluralité de sanctions<sup>Note 51</sup>. Pour déterminer ces sanctions, il faut se référer au droit commun<sup>Note 52</sup>. Dans le cas de l'intervention d'une société de gestion, cette dernière est placée sous une triple surveillance : celle de l'AMF<sup>Note 53</sup>, celle du dépositaire de la SICAV ou du FCP<sup>Note 54</sup> et celle des actionnaires de la SICAV<sup>Note 55</sup> ou des copropriétaires de FCP<sup>Note 56</sup>. Dans le cas d'une SICAV autogérée, ses actionnaires pourront se plaindre même si leurs pouvoirs se révèlent au final limités<sup>Note 57</sup>. Les souscripteurs trompés sur la qualité des parts/actions pourront également mettre en oeuvre des sanctions civiles<sup>Note 58</sup> pour obtenir l'annulation de la souscription pour vice du consentement si les conditions de droit commun sont réunies<sup>Note 59</sup> ou des sanctions pénales sur le fondement de l'interdiction de la publicité mensongère de l'article L. 121-1 du Code de la consommation<sup>Note 60</sup>. De plus, en s'adressant aux sociétés de gestion gérant un OPCVM, l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier apporte une réponse au frein que constitue le recours à la gestion déléguée dans le développement des pratiques ISR<sup>Note 61</sup> et au bilan peu satisfaisant dressé par les investisseurs institutionnels quant à la gestion de leurs fonds<sup>Note 62</sup>. Par ailleurs, il apparaît que

l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier est à même de réaliser des apports appréciables au plan de la cohérence législative, sans être source de coûts excessifs pour les gestionnaires<sup>Note 63</sup>. En parallèle, cet article vient compléter adéquatement le dispositif issu de la loi de sécurité financière du 1er août 2003, laquelle avait accordé aux SICAV la faculté d'individualiser les caractéristiques des parts ou actions des OPCVM en fonction de la clientèle ciblée<sup>Note 64</sup>. Ainsi, les SICAV qui calibrent leurs titres afin d'attirer ou de conserver des investisseurs soucieux des critères sociaux, environnementaux ou des principes de gouvernance, devront fournir dans leur rapport annuel les justifications prévues par l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier. En outre, les études empiriques publiées en Angleterre à propos de l'impact lié à la publication de la politique de vote en matière d'investissement responsable et de l'exercice des droits de vote démontrent que cette modification réglementaire a sensibilisé les gens du secteur à l'ISR en déclenchant un débat public sur l'étude des questions sociales, environnementales et éthiques dans le processus de placement<sup>Note 65</sup> et s'est accompagnée d'un essor de l'ISR<sup>Note 66</sup>. Ces mêmes études attestent que l'absence de caractère impératif de la prise en compte des facteurs environnementaux et sociaux n'empêche pas les acteurs de la gestion de placement d'avoir adhéré pleinement à la transparence en matière d'investissement responsable dans la déclaration des principes d'investissement et d'avoir dû augmenter la divulgation pour pouvoir répondre aux demandes des investisseurs<sup>Note 67</sup>. L'option française de poser une obligation semble donc être destinée à produire des résultats positifs. *In fine*, la préoccupation du législateur sur l'information *a posteriori* au bénéfice des actionnaires est à saluer au regard de la constatation faite par des chercheurs que les règles du *corporate governance* participent activement à l'ISR<sup>Note 68</sup>.

## B. - Le temps des doutes

**14. - Incertitude des sanctions, ignorance des FCP, postulat discutable, lacune pour la notation extra-financière.** - L'innovation de l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier doit être nuancée au regard de différents facteurs<sup>Note 69</sup>. En premier lieu, la question des sanctions en cas de non-respect de cet article se révèle complexe si l'ISR n'est pas pris en compte dans un choix de placement notamment lorsque le contentieux concerne une SICAV gérée par une société de gestion<sup>Note 70</sup>. Dans cette hypothèse, le dépositaire de la SICAV et les actionnaires de cette dernière sont dans l'impossibilité de révoquer la société de gestion. À l'encontre des dirigeants de la SICAV en charge du contrôle de la société de gestion, les actionnaires de la SICAV ne peuvent qu'intenter une action en responsabilité civile *ut singuli*<sup>Note 71</sup>, leur révocation n'étant guère envisageable<sup>Note 72</sup>. En cas de SICAV autogérée, les actionnaires ne pourront qu'intenter une action en responsabilité contre leurs dirigeants sans pouvoir révoquer ni ces derniers ni le dépositaire<sup>Note 73</sup>. Finalement, le principal recours de l'actionnaire est le marché, celui-ci demandant le rachat de ses parts. En deuxième lieu, la loi *Grenelle II* se concentre *ab initio* sur les structures sociétaires : SICAV et sociétés de gestion. Comme le relève monsieur Cuzacq<sup>Note 74</sup>, nous ne pouvons que regretter que la majorité de l'épargne éthique française soit gérée par des FCP<sup>Note 75</sup> sans doute plus souples à constituer, dont la loi du 12 juillet 2010 s'est finalement peu occupée<sup>Note 76</sup>. Ce constat ne serait pas alarmant à condition d'ignorer que les résultats positifs de la réforme britannique sur l'ISR a concerné un acteur majeur du marché financier : les fonds de pension<sup>Note 77</sup>. En troisième lieu, les critères énumérés par le législateur sont limités au respect des objectifs ESG et ne recouvrent pas exactement ceux de l'article L. 214-39 du Code monétaire et financier<sup>Note 78</sup>. Cette formulation laisse donc de côté les critères « *faith-based* » à la base du fonctionnement des **fonds d'investissement** religieux<sup>Note 79</sup>. En quatrième lieu, une enquête récente de l'agence *Novethic* démontre que l'apparition de réglementations obligeant à intégrer les critères environnementaux et sociaux n'est qu'une modeste incitation à adopter un comportement socialement responsable<sup>Note 80</sup>. Les éléments essentiels pour ces investisseurs institutionnels demeurent la protection de la réputation de leur institution et les attentes des bénéficiaires. Or, afin que ces deux facteurs jouent pleinement et que le marché exerce une pression adéquate pour inciter à l'investissement responsable, encore faut-il que les acteurs concernés aient

un certain poids... ce qui renvoie à notre critique portant sur le désintérêt des FCP. En cinquième lieu, la loi *Grenelle II* repose sur le postulat que la transparence, dans les choix d'investissement et dans le vote des gérants, permet une gestion active des investisseurs institutionnels. En faisant connaître leur sélection de titres, les sociétés de gestion et les fonds signalent les efforts des entreprises dans lesquelles les fonds ont été investis. Cependant, des spécialistes dénoncent l'incomplétude de ce postulat en soulignant que c'est autant la spéculation<sup>Note 81</sup>, que le manque d'information, qui sont responsables de l'activisme ou de la passivité de l'actionnariat<sup>Note 82</sup>. À propos de la transparence, le support d'information appelle un commentaire. Alors que le nouveau texte vise le rapport annuel et les documents destinés à l'information de leurs souscripteurs, aucune référence n'est faite au règlement du fonds à la différence de l'article L. 214-39 du Code monétaire et financier relatif aux FCPE. Par conséquent, l'articulation du droit commun issu de la loi *Grenelle II* et du droit particulier des FCPE est de nature à soulever des interprétations<sup>Note 83</sup>. Enfin, pour produire son plein effet en faveur de l'ISR et du passage vers la croissance verte<sup>Note 84</sup>, l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier doit s'accompagner de mesures complémentaires<sup>Note 85</sup>. Dans son rapport publié en 2004, le ministère de l'Emploi, du Travail et de la Cohésion sociale insistait sur l'utilisation du levier de l'État et la nécessité d'une information extra-financière certifiée, statistiquement correcte, homogène et non contestée par les acteurs pour que le marché de l'ISR se consolide<sup>Note 86</sup>. L'ISR se nourrit d'une information extra-financière. Cette dernière étant intégrée dans la décision d'investissement, de quelle manière procéder face à une information qui n'est pas, pour le moment, normée par des cadres comptables homogènes, encore moins certifiée par des auditeurs ? L'occasion n'était-elle pas donnée de développer des instruments juridiques pour asseoir la légitimité des informations sociales et environnementales et mettre fin, par la même, à l'opacité de leur mode d'élaboration<sup>Note 87</sup> ? En droite ligne, il est dommage qu'une telle discussion n'ait pas eu lieu au plan européen lors de la réforme de la réglementation des agences de notation<sup>Note 88</sup>. Le texte adopté à l'automne 2009 par les instances européennes ne fait pas référence à la notation extra-financière<sup>Note 89</sup>. À tout le moins, la loi *Grenelle II* a mis en place une incitation pour baliser la notation extra-financière dans le fonctionnement de la chaîne de traitement de l'information.

### **3. Conclusion : le *buy-side*<sup>Note 90</sup> se saisira-t-il du contre-pouvoir ?**

**15.** - L'ISR est devenu une philosophie animant nombre d'institutions financières au poids non négligeable<sup>Note 91</sup>. À travers la loi *Grenelle II*, la pratique des affaires, la gouvernance d'entreprise et le droit se conjuguent pour influencer le comportement des gestionnaires de portefeuille d'investissement<sup>Note 92</sup> et favoriser une prise de conscience<sup>Note 93</sup> plus que jamais indispensable à la transition écologique de l'économie française. Alors que la responsabilité sociale des entreprises inonde le droit<sup>Note 94</sup>, l'ISR en est une approche financière<sup>Note 95</sup> qui ne pouvait donc demeurer plus longtemps en marge du droit, d'autant que l'avenir de l'ISR dépend d'une redéfinition de la régulation en ce domaine<sup>Note 96</sup>.

**16.** - En dépit de cette évolution réglementaire, l'ISR va-t-il véritablement connaître l'envolée souhaitée ? Rien n'est moins sûr. L'intervention fréquente de gérants de portefeuille entre les entreprises et les épargnants demeure intrinsèquement porteuse d'un biais dans la définition même des objectifs de gestion. Si les gérants doivent répondre aux attentes ISR des souscripteurs et des fonds de placement, leur activité demeure dépendante d'impératifs économiques sur le marché de la gestion collective sous la contrainte de la tendance constatée sur les marchés financiers<sup>Note 97</sup>. L'interrogation est donc entière quant à savoir de quelle manière les gestionnaires vont respecter les critères extra-financiers de chaque client essentiellement dans le cas de la gestion collective. Pour que la réforme française produise les effets escomptés et que le comportement des entreprises soit influencé par des préoccupations extra-financières, les sociétés de gestion et les investisseurs institutionnels (*buy-side*) doivent le vouloir et se constituer progressivement en authentique contre-

pouvoir face aux émetteurs (*sell-side*)<sup>Note 98</sup>. Seul le futur nous apprendra si les gérants ont su utiliser le nouveau dispositif normatif pour donner à l'ISR un avenir durable.

Note 1 L'auteur adresse ses plus vifs remerciements à la professeure Isabelle Riassetto de l'Université du Luxembourg pour ses remarques et conseils lors de la relecture de cette étude.

Note 2 C. Malecki, *L'investissement socialement responsable : un « must have » de la RSE*, dans Dossier : *La Responsabilité Sociale des Entreprises*, C. Malecki (dir.) : *Journal des sociétés*, n° 69, oct. 2009, p. 41 ; *L'investissement socialement responsable : quelques problématiques actuelles* : *Revue Lamy de droit des affaires*, juill. 2009, p. 61. - N. Cuzacq, *Aspects juridiques de l'investissement responsable*, Mélanges J. Dupichot : *Brylant* 2005, p. 129. - I. Riassetto, *Investissement éthique*, dans *Traité de Droit français des religions*, F. Messner et alii (dir.) : *Litec* 2003, n° 2130.

Note 3 Il apparaît que la responsabilité du gestionnaire n'est pas engagée lorsqu'il a pris une décision d'investissement responsable au regard d'une évaluation des risques respectant le principe de diversification. Soulignant l'absence de violation des devoirs fiduciaires : J. E. Kerr, *Directors' Duties and the Pursuit of Social Investments*, *The Conference Board, Director Notes No. DN-002, January 2010*. - UNEP Finance Initiative, « *Fiduciary Responsibility : Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment* », July 2009. - B. J. Richardson, *Do the Fiduciary Duties of Pension Funds Hinder SRI ?* : *Banking and Finance Law Review*, 2007, n° 22, p. 146. - Freshfields Bruckhaus Deringer, *A Legal framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment* », New York/Nairobi : *United Nations Environmental Programme Finance Initiative, October 2005*, p. 6. - A. De Serres, *La responsabilité fiduciaire des gestionnaires de portefeuilles : un moyen de propager les principes de finance responsable chez les investisseurs*, dans *Responsabilité sociale d'entreprise et finance responsable : Quels enjeux ?* : *Les Presses de l'Université du Québec*, 2004, p. 109.

Note 4 L'étude *Novethic* sur le marché français de l'ISR fait apparaître que les encours ISR détenus par la clientèle française en fin d'année 2009 ont passé un cap et se sont établis à 50,7 milliards d'euros, avec un taux de croissance de + 70 %, bien supérieur à celui de 2008 (+ 37 %). V. Novethic, *le média expert du développement durable*, « *Les chiffres 2009 du marché français de l'ISR* », juin 2010.

Note 5 À cette classification, peuvent être ajoutés les fonds thématiques, les fonds de partage ou les produits financiers solidaires.

Note 6 T. Deveuhels, *ISR : un concept en devenir* : *Rev. éco. fin.*, sept. 2006, n° 85, p. 19.

Note 7 C. De Brito, *ISR : comment les critères extra-financiers impactent les objectifs de gestion ?* : *Rev. éco. fin.*, sept. 2006, n° 85, p. 151.

Note 8 F. Manin, *Les investisseurs institutionnels*, thèse Paris I, 1996. Les investisseurs institutionnels ne constituent pas un groupe homogène sur les marchés financiers et peuvent être regroupés de diverses manières (en ce sens, R. Martin, P. D. Casson and T. H. Nisar, *Investor Engagement : Investors and Management Practice under Shareholder Value* : *Oxford University Press*, 2007, spéc. p. 38). Pour l'essentiel, la distinction suivante peut être retenue : organismes de placement collectif, compagnies d'assurances, fonds de pension et **fonds d'investissement** spéculatifs.

Note 9 Le rapport parlementaire de messieurs Grouard et Pancher indique que la finance ISR est gérée pour les trois quarts par les investisseurs institutionnels (*AN, Rapport portant engagement national pour l'environnement (n° 1965), t. I, n° 2449, 9 avr. 2010, spéc. p. 526*). Selon une étude du Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) datée de 2003, la part des investisseurs institutionnels est comprise entre 90 à 95 % au plan mondial.

Note 10 La société de gestion est une structure sociétaire dont l'objet est la gestion d'OPCVM (*M. Storck, Sociétés de gestion de portefeuille - Agrément - Mandats de gestion de portefeuille* : *JCl. Banque-Crédit-Bourse*, 2006, Fasc. 2210, spéc. n° 10). Dans le dispositif français, si l'intervention d'une société de gestion est impérative en matière de fonds commun de placement (ce dernier étant constitué à l'initiative d'un dépositaire et d'une société de gestion), elle est facultative en matière de SICAV.



Note 11 *C. monét. fin., art. L. 533-11 et AMF, RG, art. 314-3.*

Note 12 Les OPCVM sont des placements collectifs ouverts (*M. Storck et I. Riassetto, OPCVM : Joly éditions, 2002. - P. Didier, Droit commercial : La monnaie, Les valeurs mobilières, Les effets de commerce : PUF 1999, t. 3*) destinés à faciliter le financement d'entreprises (*A. Couret et H. Le Nabasque, Droit financier : Dalloz 2008, spéc. p. 443, n° 771*).

Note 13 Sur le rôle des dépositaires, *A. Bougnoux, OPCVM - Règles communes applicables aux OPCVM à vocation générale : JCl. Banque-Crédit-Bourse, 1996, Fasc. 2237, spéc. n° 110 et s.*

Note 14 *R. Pérez, L'actionnaire socialement responsable : R.FGE, 2002, Vol. 5, n° 141, p. 131, spéc. p. 133.*

Note 15 La relation entre gouvernance d'entreprise et ISR dépasse le seul activisme actionnarial qui demeure toutefois un aspect traditionnel du *corporate governance*. En dernier lieu, *M. Tonello and D. J. Park, The Shareholder Activism Report : Best Practices and Engagement Tools for Public Companies, The Conference Board, Research Report, 2010. - R. Amann, J. Caby, J. Aussaud and J. Pineiro, Shareholder Activism for Corporate Social Responsibility : Law and Practice in the United States, Japan, France and Spain, in The New Corporate Accountability : Corporate Social Responsibility and the Law, Cambridge University Press, 2007, p. 336. - S. Gillan and L. Starks, The Evolution of Shareholder Activism in the United-States : Journal of Applied Corporate Finance, 2007, Vol. 19, n° 1, p. 55. - C. Girard et J. Le Meaux, L'activisme et l'engagement actionnarial : R.FGE, 2007, n° 1, p. 113.*

Note 16 *I. Parachkévova, Le pouvoir de l'investisseur professionnel dans la société cotée : LGDJ 2005, spéc. p. 178, n° 276.*

Note 17 Pour les OPCVM : *C. monét. fin., art. L. 214-3*. Pour les sociétés de gestion : *V. supra* note 11.

Note 18 *I. Riassetto, Fonds éthiques et sociétés commerciales, Mélanges D. Schmidt : Joly éditions, 2005, p. 399, spéc. p. 411, n° 17*. Plus globalement, l'ICGN a publié en début d'année un contrat type pour la relation entre investisseurs et gestionnaires de fonds (*ICGN, "Model Mandate Initiative", January 31, 2011*).

Note 19 Depuis 2004, les autorités américaines exigent la présence d'administrateurs indépendants au sein des conseils d'administration des *mutual funds*. Certains pays, comme l'Australie et le Canada, ont imaginé des solutions innovantes en ce domaine de façon à assurer un contrepoids institutionnel et un contrôle plus régulier du gestionnaire par les investisseurs. Preuve que cet enjeu devient un sujet de préoccupation internationalement partagé, le comité permanent de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) consacré à la gestion d'actifs a décidé d'établir des principes communs dans le domaine de la gouvernance des **fonds d'investissement** : *OICV, Examination of Governance for Collective Investment Schemes : Independence Criteria, Empowerment Conditions and Functions to be Performed by the Independent Oversight Entities', Part II, Final Report, 2007 ; OICV, Examination of Governance for Collective Investment Schemes, Part I, Final Report, 2006 ; OICV, Collective Investment Schemes as shareholders : Responsibilities and Disclosure, 2004*. En outre, l'OCDE a publié en juillet 2009 de nouvelles lignes directrices sur la gouvernance des fonds de pension (*OECD, OECD Guidelines for Pension Fund Governance, July 7, 2009*) et en mars 2009 son projet sur la gouvernance des assureurs en vue de modifier les lignes directrices définies en 2005 (*IAIS and OECD, Issues Paper on Corporate Governance, March 13, 2009*).

Note 20 *Centre d'analyse Stratégique, Analyse : Après la crise, quelles pistes de changement dans la régulation du capitalisme ?, La note de veille, janv. 2009, n° 120, spéc. p. 5 et s.*

Note 21 La réorientation de l'économie en faveur du long-terme est demandée par la communauté des affaires dans de nombreux pays : *Paris EUROPLACE, Le développement de l'épargne longue, Y. Perrier (dir.), Juin 2010. - Institut de l'entreprise, L'entreprise de l'après-crise : Favoriser une meilleure prise en compte du long terme, Les Notes de l'Institut, janv. 2010. - American Bar Association Section of Business Law, Report of The Task Force of the ABA Section of Business Law Corporate Governance Committee on Delineation of Governance Roles & Responsibilities, November 2009. - The Aspen Institute, Long-Term Value Creation : Guiding Principles for Corporations and Investors, 2008. - W. Donaldson, CED Releases Built to Last : Focusing Corporations on Long-Term Performance, Urges end to 'Short-Termism' : Keynote Speech SEC, October 9, 2007. - Canadian National Roundtable on the Economy and the Environment, Capital Markets and Sustainability : Investing in a Sustainable future, 2007.*

Note 22 Présentant ces facteurs, *C. de Brito et a. (dir.), L'Investissement Socialement Responsable : Économica, 2005, spéc. p. 16 et s.*

Note 23 *P. Bollon et C. Pardo, L'ISR : un vrai business, un enjeu vital : Rev. écon. fin. sept. 2006, n° 85, p. 9*. Une étude auprès de consultants en investissement et de responsables de **fonds d'investissement** d'Eurosif atteste que 89 % d'entre eux anticipe une

augmentation de l'intérêt des fonds de pension pour les questions environnementales, sociales et de gouvernance (*Eurosif, Investment Consultants and Responsible Investment Study, 2009*).

Note 24 I. Delahousse, *À quelles conditions l'épargne-retraite peut-elle contribuer au développement de l'investissement socialement responsable ?* : *Rev. éco. fin. sept. 2006*, n° 85, p. 295.

Note 25 Le directoire du FRR rend compte régulièrement au conseil de surveillance de « (...) la manière dont les orientations générales de la politique de placement du fonds ont pris en compte des considérations sociales, environnementales et éthiques » (*CSS, art. L. 135-8, al. 6*).

Note 26 La société de gestion du FCPE (fonds communs de placement d'entreprise) peut être contrainte, par son règlement, de préciser les considérations sociales, environnementales ou éthiques que le gestionnaire du fonds doit respecter dans l'achat ou la vente de titres, ainsi que dans l'exercice des droits qui leur sont attachés (*C. monét. fin., art. L. 214-39, al. 11*). Le rapport annuel du fonds rend compte de leur application dans des conditions définies par l'AMF. Il faut relever que la loi de 2001 a instauré une simple possibilité et que la société de gestion et le dépositaire demeurent décisionnaires en tant que rédacteurs du règlement du fonds (*C. monét. fin., art. L. 214-24, al. 2*). Parallèlement, cette loi a suscité la création d'un comité intersyndical de l'épargne salariale destiné à contrôler chaque année les fonds d'épargne salariale proposés aux salariés français et à sélectionner les produits intégrant des dimensions ISR dans leur processus de gestion.

Note 27 Malgré l'absence de règles précises, l'AMF accepte d'agrèer un OPCVM qui utilise des critères autres que financiers pour sélectionner les titres dans lesquels il investit.

Note 28 L'article L. 533-22 du Code monétaire et financier impose aux sociétés de gestion d'exercer les droits de vote attachés aux titres détenus par les OPCVM qu'elles gèrent et demande, lorsque ce droit n'est pas exercé, d'en expliquer les motifs (*V. A. Gauvin, Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion : RD bancaire et fin., sept.-oct. 2005, p. 39*). En parallèle de la France, plusieurs législations nationales obligent les OPCVM à voter (*F. Manin, L'obligation de vote de l'OPCVM et du fonds de pension : Banque et droit 1997, n° 52, p. 17*).

Note 29 Le Règlement général de l'AMF impose aux sociétés de gestion d'élaborer un document intitulé « *politique de vote* » présentant les conditions dans lesquelles elles entendent exercer les droits de vote attachés aux titres détenus dans les OPCVM gérés, ainsi qu'un rapport rendant compte des conditions dans lesquelles elles ont exercé ces droits de vote. Une étude 2009 de l'AFG fait apparaître que la moitié des sociétés de gestion informe les émetteurs sur leur politique générale de vote lors des rencontres avec les dirigeants des entreprises (*AFG, Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2009, 19 avr. 2010*).

Note 30 Les préconisations de la Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement (Fefsi) rappellent également le principe selon lequel les gérants d'actifs doivent voter au mieux des intérêts des porteurs de parts (Fefsi, *Investment Fund Managers as Shareholders, 2002*). Elles indiquent, en outre, que la société de gestion doit rendre compte de ses votes, prévoir des conditions d'archivage des votes émis et mettre en place des procédures pour l'instruction et le vote des résolutions.

Note 31 En 2005, l'AFG et le FIR ont élaboré un code de bonne conduite : le Code de transparence pour les fonds ISR ouverts au public (*N. Cuzacq, Commentaire du Code de transparence de l'AFG destiné aux fonds éthiques : Gaz. Pal., 4-5 août 2006*).

Note 32 *AFG et FIR, Investissement socialement responsable : Code de transparence pour les fonds ISR ouverts au public, déc. 2009*. Cette approbation est la continuation de réflexions entamées par les professionnels de la gestion collective quelques temps auparavant. Dès le 2 juillet 2009, les plus importants représentants d'investisseurs institutionnels, de gérants d'actifs et d'entreprises bancaires et financières se sont engagés dans une Charte de l'investissement responsable des acteurs de la Place de Paris et ce, en complément des travaux et chartes déjà engagés par les différents métiers (Paris EUROPLACE dans son rapport « Investissement Socialement Responsable » du 14 mai 2008 et la Fédération Française des Sociétés d'Assurances (FFSA) dans sa charte de développement durable ont adopté des positions volontaristes dans le domaine de l'ISR). Le principe « Développer l'Investissement Socialement Responsable » prévoit que les associations signataires incitent leurs membres à indiquer les modalités de prise en compte des critères ESG et leurs stratégies de placement, ainsi que d'en rendre compte publiquement chaque année.

Note 33 Pour un commentaire, *F. Bussière, Chronique Gestion collective, Banque et droit, juill.-août 2010, n° 132, p. 37*.

Note 34 Quelques temps auparavant, la loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie avait créé, dans son article 81, l'obligation pour tout plan d'épargne d'entreprise de proposer à ses salariés dans son offre un fonds investissant pour partie dans l'économie solidaire, dont la dimension sociale est associée, en matière de commerce équitable, avec l'amélioration des conditions environnementales de production.

Note 35 « La SICAV ou la société de gestion mentionne dans son rapport annuel si elle a pris en compte dans sa politique d'investissement des critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux ou de qualité de gouvernance (...) ».

Note 36 La modification de cet article a été adoptée par le Sénat : *Sénat, Rapport sur le projet de loi portant engagement national pour l'environnement (urgence déclarée) (...), n° 552, t. 1, 9 juill. 2009, spéc. p. 449.*

Note 37 *Contra. F. Bussière, art. préc.*

Note 38 *AN, Rapport sur le projet de loi portant engagement national pour l'environnement, adopté par le Sénat, après déclaration d'urgence, n° 2449, 9 avr. 2010, spéc. p. 526.*

Note 39 *I. Riassetto, Fonds éthiques et sociétés commerciales, art. préc., p. 407, n° 12.*

Note 40 Dans les engagements pris par les investisseurs institutionnels, ces derniers doivent indiquer comment les questions environnementales, sociales et de gouvernance sont prises en compte dans leurs pratiques d'investissement et les activités menées en tant qu'actionnaire actif.

Note 41 Les signataires des principes de l'Équateur s'engagent à sélectionner leurs choix d'investissements selon des critères de respect de l'environnement, des droits sociaux et humains. Bien que ces principes s'éloignent de la problématique du *reporting* par les gestionnaires d'actifs, le principe de l'Équateur (principe 10) indique que chaque établissement financier s'engage à publier au moins une fois par an un rapport sur ses procédures et ses résultats de mise en oeuvre des principes de l'Équateur. Le 3 août 2009, les principes d'Équateur ont adopté un guide de meilleures pratiques synthétisant les informations clés en matière environnementale et sociale.

Note 42 Si l'OCDE dans ses principes de gouvernement d'entreprise impose la divulgation des politiques de vote sans précisions concernant l'investissement responsable, les lignes directrices sur la gouvernance des fonds de pension mises en place récemment vont bien au-delà. Dans la partie « Disclosure », il est noté que « *the governing body may also be required to disclose publicly if, and if so how, environmental, social, and governance considerations are taken into account in the investment policy* ».

Note 43 À côté de ces initiatives, le projet de WBCSD « *secteur financier* » définit comme priorité incontestable la reconnaissance et l'intégration du développement durable dans leur activité et la transparence.

Note 44 La réglementation européenne des OPCVM et des fonds de retraite professionnels laisse peu de place aux préoccupations sociales et environnementales. Si la directive 2009/65/CE du 13 juillet 2009 et le règlement n° 583/2010 de la Commission européenne du 1er juillet 2010 ne prévoient aucune information concernant l'investissement responsable, ce dernier texte laisse à tout le moins la possibilité au document d'information clé de contenir une description de la stratégie d'investissement de l'OPCVM lorsque ces éléments sont nécessaires pour décrire adéquatement les objectifs et la politique d'investissement de l'OPCVM. Par ailleurs, alors qu'au cours de l'élaboration du projet de directive 2003/41/CE du 3 juin 2003, il avait été proposé que la déclaration inclue la publication intégrale « *des principes de placement éthiquement et socialement responsables* » des fonds, la version finale n'a pas fait apparaître ces éléments. Toutefois, une résolution du Parlement européen du 13 mars 2007 (Parlement européen, « Résolution du Parlement européen sur la responsabilité sociale des entreprises : un nouveau partenariat », 13 mars 2007, 2006/2133(INI)) est favorable à l'introduction à l'échelle de l'UE d'un « *principe de déclaration d'investissement* » pour les **fonds d'investissement**. De même, dans une position du 14 avril 2009, *Eurosif* souhaite que l'UE introduise une déclaration obligatoire des politiques d'investissement dans laquelle l'ensemble des **fonds d'investissement** mentionne la mesure (s'il y a lieu) dans laquelle les considérations sociales, environnementales et éthiques sont prises en compte dans la sélection, la réserve et la réalisation des investissements et les politiques et l'exercice des droits (dont le droit de vote) attaché aux instruments financiers résultant de ces choix (*Eurosif, Public Policy Position Paper related to Sustainable and Responsible Investment (« SRI »), April 14, 2009*).

Note 45 Des instruments globaux de politique destinés à promouvoir l'ISR ont été déployés en nombre depuis les années 1990 (*B. J. Richardson, SRI Regulation, in Socially Responsible Investment Law, Regulating the Unseen Polluters, Oxford University Press, 2008, p. 281*).

Note 46 Il n'y a pas dans la législation canadienne des **fonds d'investissement** de règles imposant la divulgation d'une appréhension des critères sociaux, environnementaux ou de gouvernance dans l'exercice de leur droit de vote et dans leur décision d'investissement, malgré un soutien du *Canada Pension Plan Investment Board's (CPP Investment Board, Policy on Responsible Investing, February 2007, spéc. p. 2)* et un précédent dans la province du Manitoba (*The Manitoba's Pension Benefits Act, Sections 28.1(2), (2.1), (2.2)*). Cependant, les banques, les compagnies d'assurance et les sociétés de prêt doivent publier annuellement un rapport explicitant leur contribution à l'économie et à la société canadiennes (*Public Accountability Statements (Banks, Insurance Companies, Trust and Loan Companies) Regulations, SOR/2002-133, March 21, 2002 ; Bank Act, S.C. 1991, s. 459.3(1) ; Insurance Companies Act, S.C. 1991, s. 489.1(4) ; Trust and Loans Companies Act, S.C. 1991, s. 444.2(4)*). Aux États-Unis, les sociétés d'investissement doivent diffuser les politiques et procédures utilisées pour exercer leur droit de vote et ce, sans que le dispositif ne fasse expressément référence aux informations sociales ou environnementales. Néanmoins, il est

intéressant de relever que la *Securities and Exchange Commission* indiquait dans la version finale de son règlement que la RSE faisait partie des sujets pour lesquels il serait approprié que la société divulgue des informations (*SEC, « Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies », 17 CFR Parts 239, 249, 270, and 274, Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922 ; File No. S7-36-02, April 14, 2003*). Il en va différemment de l'Australie : *G. Frost et al., Bringing Ethical Investment to Account : Australian Accounting Review, 2004, Vol. 14, n° 3, p.3*.

Note 48 Le projet est d'autant plus ambitieux que l'ISR soulève la question de l'amélioration de la performance financière des entreprises. Malgré l'existence de nombreuses études sur le sujet depuis une dizaine d'années et le sentiment qu'un lien se dégage (*D. J. Wood, Trois questions sur la performance sociale de l'entreprise, dans Responsabilité sociale d'entreprise et finance responsable : quels enjeux ?, Presses de l'Université du Québec, 2004, p. 65, spéc. p. 77. - J.-P. Gond, L'éthique est-elle profitable ? : RFG., 2001, p. 77, spéc. p. 82*), l'existence d'une connexion stable et non ambiguë entre performance sociale et performance financière des entreprises n'a pas encore été prouvée. Récemment, *M. Orlitzky, Corporate Social Performance and Financial Performance : A Research Synthesis », in The Handbook of Corporate Social Responsibility : Oxford University Press, 2008, p. 113*. Les raisons de ces échecs sont multiples : absence d'uniformité dans les mesures de la performance sociale, absence de clarté dans les mesures de la performance financière, manque de validité externe. Nous pouvons cependant adhérer à la solution proposée par Lutz qui conclut à la « possibilité » d'une meilleure performance de l'ISR par rapport à d'autres investissements (*L. Kurtz, Socially Responsible Investment and Shareholder Activism, in The Handbook of Corporate Social Responsibility, op. cit., p. 249, spéc. p. 272*).

Note 49 *I. Riassetto, Commentaire de la loi du 12 juillet 2010 : RD bancaire et fin. 2010, comm. 193*.

Note 50 D'un point de vue économique, les OPCVM sont les organismes de placement collectifs les plus nombreux et les plus importants.

Note 51 L'irrespect se traduit soit par une absence de prise en compte des critères extra-financiers ou de divulgation d'informations concernant ces critères, soit par une inexactitude de l'information divulguée. Sur la nature et l'exécution de l'obligation d'information des prestataires de services d'investissement : articles L. 533-12 du Code monétaire et financier et L. 314-10 et s. du Règlement générale de l'AMF. *V. Th. Bonneau et L. Drummond, Droit des marchés financiers, op. cit., p. 519 et s., n° 387 et s.*

Note 52 En plus des dispositions propres au droit des OPCVM, les règles de droit des sociétés entourant le rapport annuel de gestion sont susceptibles de s'appliquer. En effet, la SICAV et la société de gestion sont des structures sociétaires et l'information sur la prise en compte de critères extra-financiers est divulguée dans le rapport annuel. De même, les règles civilistes en matière de responsabilité s'appliquent (à titre d'exemple, *M. Germain, La responsabilité en matière de gestion individuelle sous mandat : Banque et droit 2000, n° 70, p. 15*).

Note 53 Des sanctions pécuniaires et/ou disciplinaires peuvent être prononcées par la Commission des sanctions de l'AMF pour violation d'une règle de bonne conduite (*C. monét. fin., art. L. 621-15*). *V. M. Storck, Sociétés de gestion de portefeuille - Agrément - Mandats de gestion de portefeuille, op. cit., n° 75 et s.*

Note 54 Alors que le dépositaire d'un FCP peut demander au tribunal la révocation des dirigeants de la société de gestion, le dépositaire d'une SICAV ne dispose pas de cette prérogative (*A. Couret et H. Le Nabasque, op. cit., p. 473, n° 805, note 4*). Le dépositaire est un mandataire surveillant et contrôlant la gestion dans l'intérêt des actionnaires de

la SICAV ou des copropriétaires de parts de FCP (*Th. Bonneau, Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances et le droit civil : RTD civ., 1991, p. 1, spéc. p. 41, n° 78*). Les obligations du dépositaire sont diverses et paraissent le plus souvent être des obligations de moyens. Pour déterminer leur contenu exact, il faut se référer aux statuts ou au règlement selon le cas, aux contrats spécifiques régissant les rapports de la SICAV ou de la société de gestion du FCP avec le dépositaire ou encore, aux **usages** (*A. Bougnoux, OPCVM - Règles communes applicables aux OPCVM à vocation générale, op. cit., n° 129*). En cas d'absence de contrôle, la faute du dépositaire est présumée et si un contrôle insuffisant est invoqué, la faute doit être prouvée par les souscripteurs. Sur les obligations du dépositaire, *P. Guilhaumaud, La responsabilité civile du dépositaire : Banque et droit, sept.-oct. 1992, p. 155*.

Note 55 La SICAV est une SA dont le capital est stipulé variable et qui a pour objet la gestion d'un portefeuille d'instruments financiers et de dépôts (*C. monét. fin., art. L. 214-15, al. 1er*). Elle est composée d'actionnaires qui interviennent dans les décisions de gestion au travers d'assemblées d'actionnaires. Quand la SICAV a délégué la gestion de son portefeuille, l'épargnant n'est plus l'associé du gestionnaire. Dans le cas où il souhaite engager la responsabilité civile de la société de gestion, les raisonnements concernant les droits des porteurs de parts de FCP lui sont applicables.

Note 56 *A. Bougnoux, OPCVM - Formes juridiques (SICAV et FCP) : JCl. Banque-Crédit-Bourse 1996, Fasc. 2238, spéc. n° 75 et s.* Le FCP est une copropriété d'instruments financiers et de dépôts dépourvus de personnalité morale (*C. monét. fin., art. L. 214-20, al. 1er*). Hors le droit d'information, les pouvoirs des porteurs de parts supposent de saisir le juge pour agir contre les organes assurant le fonctionnement du fonds (société de gestion et dépositaire). L'article L. 214-28 du Code monétaire et financier indique en ce sens que la société de gestion ou le dépositaire sont responsables individuellement ou solidairement, selon le cas, envers les tiers ou envers les porteurs de parts, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux fonds communs de placement, soit de la violation du règlement du fonds, soit de leurs fautes. La responsabilité de la société de gestion à l'égard du souscripteur est de nature contractuelle (*N. Czuczq, Le vote des gestionnaires d'OPCVM : R.S., 2006, p. 491, spéc. n° 27. - Rép. min. n° 4187 : JO Sénat Q, 13 juill. 1989, p. 1090*). De plus, le tribunal

saisi de cette action en responsabilité peut prononcer à la demande de tout porteur de parts la révocation des dirigeants de la société de gestion ou de ceux du dépositaire (*C. monét. fin.*, art. L. 231-6, al. 2).

Note 57 Au point de vue politique, les prérogatives des actionnaires sont minimes comme l'illustrent les pouvoirs dérogatoires de l'assemblée générale (*A. Bounoux, OPCVM - Formes juridiques (SICAV et FCP), op. cit., n° 49*). Cependant, une SICAV encourt une responsabilité civile du fait des actes fautifs de ses représentants légaux et une responsabilité pénale pour les infractions commises pour son compte par ses organes ou représentants. En plus d'une responsabilité disciplinaire, une action en responsabilité civile ou pénale peut être engagée contre leurs dirigeants d'après le droit commun de la responsabilité. En pratique, les actionnaires de SICAV privilégient la responsabilité des dirigeants afin de ne pas appauvrir le patrimoine de la SICAV dont ils détiennent les titres. Pour plus de détails, *V. A. Bounoux, OPCVM - Formes juridiques (SICAV et FCP), op. cit., n° 37 et s.* ; *OPCVM - Règles communes applicables aux OPCVM à vocation générale, op. cit., n° 136 et s.*

Note 58 *H. de Vauplane, La responsabilité civile des intermédiaires : RD bancaire et fin., nov.-déc. 1999, n° 76, p. 203*. Une action en responsabilité civile peut être exercée contre la société de gestion. Cette action est facilitée par le fait qu'en cas de manquement à une obligation d'information, c'est à celui qui est légalement ou contractuellement tenu d'un devoir d'information ou de conseil d'établir qu'il a satisfait à son obligation (*Cass. com., 7 janv. 2004 : Banque et droit, mars-avril 2004, n° 94, p. 32, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre*).

Note 59 Proche : *Cass. com., 15 sept. 2009 : Banque et droit, nov.-déc. 2009, p. 43, note H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. Saint-Mars et J.-P. Bornet*.

Note 60 La définition souple de la publicité en jurisprudence autorise la sanction d'une politique fautive ou mensongère. À cette sanction pénale, il faut ajouter que les magistrats dans un premier temps (*Cass. com., 24 juin 2008 : JCP, 2008, II, 10160, note N. Mathey ; D. 2008, p. 2697, note D. Houtcieff ; D. 2009, p. 1044, note D. R. Martin et H. Synvet ; D. 2008, p. 1892, note X. Delpech ; RTD com. 2008, p. 590, obs. M. Storck ; Banque et droit, juill.-août 2008, p. 23, note H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; RD bancaire et fin., juill.-août 2008, p. 40, note H. Causse*) et les textes dans un second temps (*C. monét. fin., art. L. 533-12 et AMF, RG, art. 314-30 et 411-50*) ont consacré depuis peu l'existence d'un droit de la publicité loyale (*B. Fagès, note sous Cass. com., 24 juin 2008 : RTD civ., 2008, p. 670*), les communications à caractère promotionnel d'un promoteur ou d'un distributeur d'OPCVM devant présenter un contenu exact, clair et non trompeur et être cohérentes avec l'investissement proposé. Par ailleurs, la COB et l'AMF ont toujours veillé à la communication effectuée sur certains produits spécifiques tels que les OPCVM à formule (*F. Bussière, note sous Cass. com., 19 janv. 2010 : Banque et droit, mai-juin 2010, p. 35*).

Note 61 *Novethic, le média expert du développement durable, Enquête, Les investisseurs institutionnels sont-ils des actionnaires sensibles aux enjeux ESG ?, déc. 2009*.

Note 62 *OECD, Corporate Governance and the Financial Crisis : Key Findings and Main Messages, June 2009, spéc. p. 53*.

Note 63 Les gestionnaires d'OPCVM présentent déjà des documents contenant des informations pour orienter les investissements des particuliers vers des entreprises ayant des pratiques responsables (*AN, op. cit., p. 527*). Les investisseurs institutionnels sont plus réservés sur ce sujet (*ORSE, « L'engagement en France et à l'étranger : exercice du droit de vote et dialogue », Étude documentaire, avril 2011*).

Note 64 *A. Couret et H. Le Nabasque, op. cit., p. 481, n° 814*.

Note 65 *Ethical Investment Research Service, How Responsible is your Pension ?, London : EIRIS, 2003*.

Note 66 *M. Mansley, Socially Responsible Investment : A guide for pension funds and institutional investors : Suffolk : Monitor Press, 2003*. Démontrant que la réglementation a conduit au développement significatif de politiques d'investissement responsable, *J. Solomon, A. Solomon and S. Norton, Socially Responsible Investment in the UK : Drivers and Current Issues : Journal of General Management, 2002, Vol. 27, n° 3, p. 1*.

Note 67 *D. McBarnet, Corporate Social Responsibility beyond Law, through Law, for Law : The New Corporate Accountability, in The New Corporate Accountability : Corporate Social Responsibility and the Law : Cambridge University Press, 2007, p. 9, spéc. p. 32 et s.*

Note 68 Par exemple, *C. de Groot, Can Corporate Governance Contribute to Sustainable Development ?, in Neo-Liberal Globalism and Social Sustainable Globalisation, E. Nieuwenhuys (Eds.), Brill : Leiden-Boston, 2006, p. 195*.

Note 69 Dans la mesure où l'article 224 est le résultat d'une modification de sa formulation initiale, il est dommage de ne pas avoir adapté les termes de l'exposé des motifs afin d'y exprimer clairement le résultat d'un glissement du dispositif d'une simple invitation à une obligation.

Note 70 En matière de FCP, certains notent que la société de gestion peut seule agir en justice pour défendre ou faire valoir les droits ou intérêts des porteurs de parts, ce qui pose le problème de la sanction du non-respect de l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier (*M. Storck, De la nature juridique des fonds communs de placement, Mélanges G. Goubeaux : Dalloz, LGDJ-Lextenso éd. 2009, p. 511, spéc. p. 515 et s. et les références citées*). Cependant, les porteurs de parts disposent d'une action individuelle en responsabilité sur le fondement de l'article L. 214-28 du Code monétaire et financier. Dans le cadre de cette action, le tribunal pourra prononcer la révocation des dirigeants de la société de gestion et de ceux du dépositaire (*C. monét. fin., art. L. 231-6, al. 2*). En outre, le dépositaire peut demander au tribunal la révocation des dirigeants de la société de gestion (*C. monét. fin., art. L. 231-6, al. 3*).

Note 71 L'exercice de cette action sera facilité à l'avenir par la rédaction de l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier, puisqu'il sera possible d'invoquer l'infraction aux dispositions législatives. La société de gestion pourra également se voir infliger des sanctions pénales pour publicité trompeuse.

Note 72 En pratique, les fondateurs de la SICAV, qui en sont également les dirigeants, en sont les actionnaires majoritaires (*A. Couret et H. Le Nabasque, op cit., p. 484, n° 818*). Les dirigeants de la SICAV peuvent voir leur responsabilité pénale engagée pour publicité trompeuse.

Note 73 Si rien n'empêche *a priori* la révocation du dépositaire d'une SICAV au cours d'une assemblée générale extraordinaire (*C. monét. fin., art. L. 214-16, al. 1er*), l'hypothèse est peu probable (*A. Couret et H. Le Nabasque, op cit., p. 484, n° 817*).

Note 74 *N. Cuzacq, Aspects juridiques de l'investissement responsable, art. préc., n° 20*.

Note 75 Selon l'Observatoire sur la Responsabilité Sociétale de l'Entreprise, l'encours ISR représente encore une faible part de l'encours total des OPCVM (*ORSE, Finance et développement durable : l'investissement socialement responsable, 2005*). Plus globalement, sur les 8 317 OPCVM recensés par l'AMF, il y a 7 559 FCP totalisant un encours de 1050,963 milliards d'euros.

Note 76 Les FCP représentés par des sociétés de gestion vont relever du dispositif nouvellement adopté. Mais, ce faible intérêt porté aux FCP interpelle d'autant plus que le dispositif de protection des porteurs de parts de FCP est centré sur les obligations de transparence incombant aux organes du fonds (*C. monét. fin., art. L. 214-8*), l'AMF sanctionnant tout manquement (*A. Couret et H. Le Nabasque, op. cit., p. 490 et s., n° 827*).

Note 77 Ils ne possèdent pas moins d'un sixième de ce marché (*The Guardian, 22 août 2005*).

Note 78 *I. Riassetto, Commentaire de la loi du 12 juillet 2010, préc.*

Note 79 *I. Riassetto, Le « faith-based », un concept en droit bancaire et des marchés financiers, dans Les concepts émergents en droit des affaires, E. Le Dolley (dir.), LGDJ-Lextenso éd. 2010, p. 163*. Mais, le décret précisera les modalités de mise en oeuvre de ces critères qui sont essentiels à l'efficacité du dispositif.

Note 80 *Novethic, le média expert du développement durable, Enquête, « Les investisseurs institutionnels sont-ils des actionnaires sensibles aux enjeux ESG ? », préc.* Les investisseurs institutionnels sont convaincus que la prise en compte des critères ESG doit être totalement associée à une gestion de long-terme. C'est l'opinion de la totalité des Anglais et de 94 % des Français. La protection de la réputation de leur institution est le second facteur d'incitation mis en avant par les investisseurs pour intégrer les enjeux ESG.

Note 81 *A.-D. Merville, La spéculation en droit privé, thèse Paris I, 2001*. Pour des approches historiques, *N. Hissung-Convert, La spéculation boursière face au droit 1799-1914 : LGDJ 2009*. - *H. de Vauplane, Critiques de la spéculation boursière dans la littérature et la jurisprudence en France au 19e siècle, Mélanges P. Didier : Economica, 2006, p. 451*.

Note 82 *P.-Y. Gomez, « La république des actionnaires », Syres 2001, spéc. p. 161 et s.* Ce postulat est également critiquable tant il ne tient pas compte des différences culturelles qui limitent le développement de l'ISR. Le renforcement de la transparence s'inscrit dans une logique de gestion active des investisseurs institutionnels qui se traduit par un activisme actionnarial. Or, les États-Unis et la France démontrent une intensité différente dans cet activisme (*C. Louche and S. Lydenberg, « Socially responsible investment : differences between Europe and the United States », Working Paper Series 2006-22, Vlerick Leuven Gent Management School, 2006, spéc. p. 37*).

Note 83 En ce sens, *I. Riassetto, Commentaire de la loi du 12 juillet 2010, préc.*

Note 84 *Sénat, Rapport sur le projet de loi portant engagement national pour l'environnement (urgence déclarée) (...), op. cit., p. 44.*

Note 85 En plus de ce qui est évoqué par la suite, une question se pose au regard des règles d'investissement et d'engagement existantes. L'article L. 214-4 du Code monétaire et financier précise qu'un OPCVM ne peut employer, en titres d'un même émetteur, plus de 5 % de ses actifs ou, détenir plus de 10 % d'une même catégorie de valeurs mobilières d'un même émetteur. Le seuil de 10 % est porté à 25 % lorsque l'émetteur est une entreprise solidaire mentionnée à l'article L. 3332-17-1 du Code du travail. Cette répartition des actifs éligibles des OPCVM ne va-t-elle pas jouer contre le développement de l'ISR ?

Note 86 *Ministère de l'Emploi, du Travail et de la Cohésion sociale, « Rapport sur la responsabilité sociale des entreprises : Synthèse des travaux du groupe inter-directions », E. Dufourcq (dir.), 2004, spéc. p. 71. Aussi, L. de Graëve, Notation et liberté de gestion des entreprises notées », dans *La notation d'entreprises*, G. Virassamy (dir.) : L'Harmattan, 2010, p. 105, spéc. p. 112 et s., n° 16 et s.*

Note 87 Soulignant la nécessité d'une intervention gouvernementale : *UNEP, Global Reporting Initiative, KPMG, Unit for Corporate Governance in Africa, « Carrots and Sticks - Promoting Transparency and Sustainability », May 2010, spéc. p. 5.*

Note 88 Au plan européen, le *Global Reporting Initiative* a soumis à la Commission européenne des propositions en faveur d'un renforcement du cadre législatif en matière d'information extra-financières développé sur la base d'un système « *comply or explain* » (*Global Reporting Initiative, « Beyond Voluntary Laissez-faire Reporting : Towards a European ESG Disclosure Framework », February 2010.*)

Note 89 Cf notamment, *I. Tchotourian, Règlement (CE) n° 1060/2009 concernant les agences de notation de crédit : vraie réforme ou faux-semblant ? : Bull. Joly Bourse, septembre 2010, n° 8. - J.-M. Moulin, Le règlement européen (CE) n° 1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit : JCP E., 3 juin 2010, n° 22, étude 1522, p. 12. - D. Chemin-Bompen, Un règlement européen sur les agences de notation de crédit : Revue Lamy de droit des affaires, 1er janv. 2010, n° 45, p. 37.*

Note 90 L'expression anglo-saxonne désigne les sociétés de gestion et les investisseurs institutionnels.

Note 91 Par exemple, *C. Gribben and A. Faruk, Will UK Pension Funds Become More Responsible ? A Survey of Trustees : JustPensions, 2004.*

Note 92 Messieurs de Perthuis et Petit écrivent que l'ISR contrecarre la tendance à l'uniformisation des méthodes, via une gestion passive, qui accentue les phénomènes de mimétisme sur le marché de capitaux aux effets si désastreux en période de ralentissement économique (*C. de Perthuis et J.-P. Petit, La finance, autrement : Dalloz, 2005, spéc. p. 190*). Aussi, *C. Malecki, L'investissement socialement responsable : quelques remarques sur une valeur montante de la gouvernance d'entreprise « verte » », dans La gouvernance des sociétés cotées face à la crise : pour une meilleure protection de l'intérêt social : LGDJ-Lextenso éd. 2010, p. 263. - N. Cuzacq, Le droit et la pratique des affaires en France à l'épreuve des fonds de pension : RIDE, 2003, n° 3, p. 303.*

Note 93 *D. Pelé, L'investissement durable a de l'avenir : Challenges, 26 août 2010, n° 221, p. 75.*

Note 94 « *Quel droit pour la RSE ?* », *Colloque international de l'Université Paris-Descartes, 18 mars 2010, Actes à paraître en 2011 chez Economica.*

Note 95 *E. Penalva, Un exemple emblématique de la RSE : l'investissement socialement responsable et son mythe progressiste », dans La responsabilité sociale des entreprises : une perspective institutionnaliste, B. Boidin et alii (dir.), Septentrion, 2009, p. 41, spéc. p. 42.*

Note 96 À titre d'illustration : *B. J. Richardson, op. cit.*

Note 97 *J. Morvan, L'investissement socialement responsable : Une nouvelle gouvernance d'entreprise ? : L'Harmattan, 2008, spéc. p. 158.*

Note 98 P. *Bollon*, *Renforcer le buy side pour équilibrer les marchés financiers* : *REF/Risques*, juin 2008, n° 73-74.

Note 47 V. *Recomm. de Fairlensions de mars 2011 qui se rapprochent de la France* : *Fairlensions*, « *Protecting our Best Interests* » : *march 2011*, *spéc. p. 128 s.*

© LexisNexis SA